



**Sara Martins Leite**

**Sinalização dos Dividendos: Evidência Empírica na Europa**



**Sara Martins Leite**

## **Sinalização dos Dividendos: Evidência Empírica na Europa**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Economia, realizada sob a orientação científica da Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro e co-orientação do Doutor Joaquim Carlos da Costa Pinho, Professor Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro.

Dedico este trabalho aos meus pais e ao meu irmão, que sempre me apoiaram e fizeram tudo para que eu pudesse atingir todos os meus objectivos.

## **o júri**

presidente

**Professor Doutor Egas Manuel da Silva Salgueiro**  
professor auxiliar da Universidade de Aveiro

**Professora Doutora Maria da Conceição de Castro Sousa Nunes**  
professora adjunta do Instituto Politécnico do Porto

**Professora Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira**  
professora adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

**Professor Doutor Joaquim Carlos da Costa Pinho**  
professor auxiliar da Universidade de Aveiro

## **agradecimentos**

Agradeço à Professora Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, minha orientadora, pelo apoio e pela força, ao me orientar na concretização deste trabalho.

Ao Professor Doutor Joaquim Carlos da Costa Pinho, meu co-orientador, pelo apoio prestado ao longo da realização deste trabalho.

Aos meus pais e ao meu irmão, assim como a toda a minha família que sempre me apoiaram.

À Diana, minha colega de mestrado e amiga, pelo apoio, ajuda e amizade.

Aos meus amigos, que em tudo o que puderam me ajudaram e me deram força para nunca desistir.

A todos eles sem excepção o meu muito obrigada.

**palavras-chave**

Dividendos, Hipótese da Sinalização, Reacção no preço das acções, Reacção nos resultados futuros; Factores determinantes da política de dividendos.

**resumo**

Diversos estudos têm procurado responder à questão: “Qual a reacção do mercado a alterações na política de dividendos?”.

Este trabalho inclui uma abordagem teórica e uma abordagem empírica. Na abordagem teórica, apresentamos as principais conclusões de alguns estudos internacionais mais relevantes desta temática. Na abordagem empírica, vamos testar qual o impacto do anúncio da variação de dividendos no preço das respectivas acções, bem como nos resultados futuros das empresas. Adicionalmente, analisamos até que ponto determinadas variáveis específicas das empresas são determinantes para o pagamento de dividendos. Para tal, analisamos três países europeus: Portugal, França e Reino Unido.

Não encontramos evidência de que o anúncio de alteração dos dividendos afecte o preço das acções. No que diz respeito à relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho futuro das empresas, medido através da variação dos resultados, encontramos evidência deste efeito apenas para a amostra de Portugal. Finalmente, ao analisar os factores determinantes da política de dividendos das empresas verificamos que existem algumas variáveis capazes de influenciar o rácio de distribuição dos dividendos, como sejam o resultado líquido, a rendibilidade do capital próprio e o endividamento.

**keywords**

Dividends, Signaling Hypothesis, Share price reaction, Future earnings reaction, Determinants of dividend policy.

**abstract**

Several studies have tried to answer the question: "What the market reaction to changes in dividend policy?".

This work includes both a theoretical and empirical approach. In the theoretical approach, we present the main conclusions of some international studies most relevant of this thematic. In the empirical approach, will be tested the impact of the announcement of dividend changes in the share prices, and also in future results of companies. In addition, we analyzed to what extent certain specific variables are decisive for companies to pay dividends. To this end, we analyzed three European countries: Portugal, France and United Kingdom.

We found no evidence that the announcement of dividend changes affect the share price. Concerning the relation between the announcements of dividend changes and the future performance of companies, measured by the variations of results, we find evidence of this effect only for the sample of Portugal.

Finally, when analyzing the determinants of dividend policy, we find that there are some variables that may influence the ratio of distribution of dividends, such as net income, return on equity and debt.

## Índice

1. Introdução.....	10
2. Revisão da Literatura .....	12
2.1. Impostos .....	13
2.2. Custos de agência .....	17
2.3. Certeza <i>versus</i> Incerteza das componentes de rendimento .....	21
2.4. Factores Comportamentais .....	22
2.5. Assimetria de informação e teoria da sinalização dos dividendos .....	23
3. Amostra, Hipóteses e Metodologia.....	37
3.1. Amostra.....	37
3.2. Formulação das hipóteses .....	46
3.3. Metodologia.....	47
Metodologia para testar a Hipótese 1.....	48
Metodologia para testar a Hipótese 2.....	50
Metodologia para testar a Hipótese 3.....	50
Metodologia para testar a Hipótese 4.....	51
4. Resultados Empíricos.....	52
Resultados da primeira hipótese .....	55
Resultados da segunda hipótese.....	58
Resultados da terceira hipótese.....	60
Resultados da quarta hipótese.....	63
5. Conclusões .....	66
Bibliografia .....	68



## **Índice de Quadros**

<b>Quadro 1</b> - Principais estudos empíricos sobre o conteúdo informativo dos dividendos .....	35
<b>Quadro 2</b> - Tipo de eventos considerados, de acordo com a relação com dividendos e resultados.....	48

## **Índice de Tabelas**

<b>Tabela 1</b> - Selecção da amostra .....	39
<b>Tabela 2</b> - Frequência dos eventos de dividendos por anos .....	40
<b>Tabela 3</b> - Comparação de resultados de diferentes estudos .....	42
<b>Tabela 4</b> - Estatísticas Descritivas .....	43
<b>Tabela 5</b> - Modelo de Lintner .....	52
<b>Tabela 6</b> - Regressão da reacção do mercado às variações dos dividendos .....	55
<b>Tabela 7</b> - Regressão da reacção do mercado às variações dos dividendos com determinada magnitude .....	58
<b>Tabela 8</b> - Regressão das alterações dos resultados aos anúncios de dividendos.....	60
<b>Tabela 9</b> - Regressão dos factores determinantes da política de dividendos.....	63

## 1. Introdução

A política de dividendos consiste na decisão acerca da distribuição ou não de resultados como forma de remuneração dos investidores, cabendo à empresa, em reunião do Conselho de Administração, decidir se vai ou não distribuir parte dos seus resultados via dividendos, e, caso o faça, qual o seu montante.

Esta decisão obriga a uma análise do equilíbrio entre retenção de resultados, o que permite aumentar o autofinanciamento da empresa, e, subsequentemente, a sua capacidade para financiar novos projectos, e a distribuição de dividendos aos accionistas, que funcionará como uma segunda componente de remuneração dos investidores, já que a componente base será a valorização das acções, que permite obter mais-valias aquando da venda dos respectivos títulos<sup>1</sup>.

Este é um dos temas que ainda hoje gera alguma controvérsia na literatura financeira, apesar da intensa investigação que tem sido produzida após o trabalho de Miller e Modigliani (1961). Ainda não existe uma teoria normativa que seja de aceitação consensual, sendo os factores qualitativos as principais razões invocadas para explicar o processo de tomada de decisão neste domínio (Pacheco, 1999). A existência de opiniões distintas e mesmo conclusões antagónicas são razões para que se continue a citar Black (1976, p. 5), que afirmou: *“The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.”*

Os primeiros estudos empíricos sobre a temática da política de dividendos foram realizados com o intuito de analisar o efeito da distribuição de dividendos no preço das acções.

Existem três correntes de pensamento quanto a este assunto: os conservadores, que consideram os dividendos como atractivos, tendo uma influência positiva sobre os preços das acções (essencialmente devido à sua maior certeza do que a componente de remuneração ganhos de capital); os radicais, que acreditam que os preços sofrem uma influência negativa com a distribuição dos dividendos (essencialmente pelo efeito dos impostos sobre os dividendos) e os centristas, que afirmam que a política de dividendos é irrelevante, ou seja, não influencia o preço das acções e, consequentemente, o valor da empresa.

---

<sup>1</sup> Falamos em mais-valias, contudo, pode também dar-se o caso do preço das acções baixar, provocando uma menos-valia. Contudo, espera-se de um investimento que este gere riqueza futura.

Assim, existem vários factores que contribuem para uma política de dividendos elevada ou reduzida, como sejam os impostos, a incerteza e a assimetria de informação. Um dos factores que motiva a distribuição de dividendos é a informação que estes transmitem ao mercado. De facto, de acordo com a teoria da sinalização, o anúncio da variação de dividendos transmite informações úteis ao mercado acerca das expectativas das empresas quanto ao seu crescimento futuro, já que os gestores das empresas são conhecedores de mais informação sobre a empresa do que os investidores.

Neste contexto, pretendemos estudar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, analisando a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e a subsequente reacção do mercado, no âmbito europeu, para o período compreendido entre 2004 e 2010. Para tal, consideramos uma amostra constituída por três países europeus: Portugal, França e Reino Unido.

Com este trabalho pretendemos dar um contributo à problemática da política de dividendos, bem como ao seu impacte no valor da empresa. Esta dissertação encontra-se organizada do seguinte modo. No capítulo dois será apresentada uma breve revisão de literatura, incluindo a análise de estudos empíricos entretanto levados a cabo sobre esta temática. No capítulo seguinte, será descrita a selecção da amostra e a formulação das hipóteses a testar, bem como a metodologia adoptada. O capítulo 4 apresenta e comenta os resultados empíricos. Finalmente, no capítulo 5, serão apresentadas as principais conclusões.

## 2. Revisão da Literatura

Os trabalhos levados a cabo sobre a temática da política de dividendos começaram por ser desenvolvidos num contexto de mercados de concorrência perfeita, cuja base se deve ao estudo pioneiro de Miller e Modigliani (1961), a partir de agora designados por MM, passando posteriormente a ser analisados numa perspectiva de mercados de concorrência imperfeita.

O principal contributo relativo à problemática da política de dividendos foi desenvolvido por MM (1961). Os autores demonstraram que, sob certas condições abaixo referidas, o valor de uma empresa é independente da sua política de dividendos. Isto é, segundo este modelo, a política de dividendos é irrelevante, dado que a riqueza dos accionistas não é afectada pela parcela dos resultados líquidos gerados que lhes são distribuídos. Esta situação faz com que os investidores desejem ser remunerados pelo seu investimento, embora sejam indiferentes ao modo como recebem a sua compensação (dividendos ou mais-valias).

Para desenvolverem o seu modelo, MM admitem uma economia de mercado de capitais perfeito, assumindo os seguintes pressupostos:

- A informação é gratuita e está disponível para todos os intervenientes de igual forma, ou seja, nenhum deles está em condições de impor os preços;
- Não existem custos de transacção;
- Os investidores são racionais;
- A política de investimento da empresa é constante, isto é, não depende dos resultados distribuídos;
- Não existem custos associados à emissão de novas acções e impostos;
- Os dividendos não transmitem qualquer informação ao mercado no que respeita à situação real da empresa.

Esta análise tem como pressuposto que os mercados são perfeitos, logo não existem lucros anormais, isto é, o ganho dos accionistas em dividendos será compensado pela queda no preço das acções<sup>2</sup>. Assim, conclui-se que o rendimento exigido pelos investidores no mercado não é influenciado pela política de dividendos da empresa, sendo a distribuição de lucros uma decisão residual. Consequentemente, os resultados distribuídos poderão

---

<sup>2</sup> Denominado processo de transferência de valor: um acréscimo dos dividendos por acção conduzirá a um ajustamento equivalente na cotação das acções, pela diminuição de liquidez da empresa aquando do seu pagamento, de modo que a riqueza do accionista não se altera.

flutuar de ano para ano.

Contudo, a conclusão de MM (1961) de que o valor da empresa é independente da política de dividendos só ocorre no contexto do mercado de capitais perfeitos, o que sabemos que na realidade não se verifica. De facto, ao admitirmos a existência de várias anomalias características do mercado, como sejam os impostos, a assimetria de informação e os custos de transacção, o valor da empresa passa a ser função, entre outros aspectos, da política de dividendos. Neste contexto, vários foram os trabalhos que criticaram as conclusões de MM (1961), sobretudo devido ao irrealismo dos seus pressupostos.

Numa perspectiva de mercados de concorrência imperfeita, existem várias imperfeições de mercado e efeitos que podem condicionar a política de dividendos definida pelas empresas.

Neste contexto, várias são as razões que levam as empresas a distribuir (ou não) dividendos, nomeadamente os impostos, a existência de conflitos entre accionistas, credores e administradores, a assimetria de informação entre os diferentes participantes no mercado, factores comportamentais e a sinalização dos dividendos, e que abordamos a seguir de forma resumida.

## **2.1.Impostos**

Os impostos constituem uma das principais imperfeições dos mercados financeiros devido à aparente impossibilidade de qualquer sistema fiscal proporcionar uma perfeita neutralidade fiscal.

Quando se considera a existência de impostos, e dado o tratamento fiscal diferenciado entre os dividendos e as mais-valias (os dividendos, de um modo geral, são penalizados em termos fiscais comparativamente com as mais-valias), apontamos para uma preferência, pelo menos teórica, de mais-valias face a dividendos.

Os defensores desta posição argumentam ainda que as mais-valias beneficiam do diferimento do pagamento dos impostos, em virtude destes apenas poderem ser exigidos após a realização dos ganhos de capital.

Para fazer face a este contexto, MM (1963) desenvolveram um novo trabalho, onde consideraram a possibilidade de existência de impostos, concluindo agora que, na presença de impostos, as empresas evitam uma elevada política de dividendos.

Como na generalidade dos países a taxa de imposto sobre os dividendos é superior à

taxa de imposto sobre as mais-valias, os investidores racionais tendem a ser avessos a dividendos. De facto, Farrar e Selwyn (1967) concluíram que as empresas devem evitar a distribuição de resultados sempre que os impostos que incidem sobre os dividendos sejam superiores aos que incidem sobre as mais-valias.

Porém, a posição a favor da não distribuição de dividendos não se enquadra com a prática seguida pelas empresas, nem reúne consenso por parte da investigação existente. Miller e Scholes (1978), por exemplo, afirmam que não é muito claro que exista aversão generalizada dos investidores aos dividendos. Estes autores defendem que, caso se verifique uma taxa de imposto sobre os dividendos superior à das mais-valias, existem instrumentos financeiros no mercado que permitem anular o efeito da desvantagem fiscal.

Brennan (1970) foi o primeiro autor a desenvolver uma versão do CAPM incluindo os dividendos como variável explicativa para a rentabilidade dos activos. Este autor encontrou evidência de um efeito fiscal, concluindo que, com o objectivo de maximizar o valor da empresa, estas não devem distribuir dividendos devido à desvantagem fiscal que estes têm relativamente às mais-valias.

Black e Scholes (1974, p.1) concluíram, neste domínio que, "*it is not possible to demonstrate that the expected returns on high yield common stocks differ from the expected returns on low yield common stocks either before or after taxes*". Após considerarem o risco dos investimentos através do modelo CAPM, os autores encontraram evidência de que a rentabilidade antes de impostos não está relacionada com a política de dividendos, defendendo a irrelevância da mesma, mesmo considerando os impostos.

Litzenberger e Ramaswamy (1979) verificaram que quanto maior o *dividend yield*<sup>3</sup>, maior será a rentabilidade exigida pelos accionistas, a fim de compensar a desvantagem fiscal que existe sobre os dividendos. Kalay e Michaely (2000) realizaram um estudo semelhante, mas excluíram da amostra a semana que continha a data do anúncio dos dividendos e a data *ex-dividend*, encontrando um coeficiente positivo e estatisticamente significativo do *dividend yield*. Assim, concluem que as principais conclusões de Litzenberger e Ramaswamy não se devem à informação contida pelo anúncio dos dividendos.

Elton e Gruber (1970) formalizaram um modelo de arbitragem fiscal assente no argumento de que um accionista, ao vender uma acção antes da data *ex-dividend*, perde o

---

<sup>3</sup> *Dividend Yield* representa o rendimento proporcionado aos accionistas no que concerne à componente de dividendos.

respectivo direito. Pelo contrário, se a vender no dia seguinte, receberá o dividendo, mas o preço de venda será inferior. Se o mercado for racional, a queda no preço da acção deve corresponder ao montante do dividendo pago. Contudo, se as mais-valias forem menos tributadas do que os dividendos, a taxa de imposto relativa a estes dois tipos de rendimento condicionará a decisão do investidor. Assim, para Elton e Gruber, seria suficiente observar a evolução do preço das acções sem dividendos, para explicar o comportamento dos investidores.

Mais recentemente, Brav *et al.* (2008) analisaram o efeito da diminuição dos impostos sobre dividendos nos EUA, no ano de 2003, concluindo que este factor é secundário no processo de decisão quanto à política de dividendos das empresas, sendo mais relevantes aspectos como a estabilidade dos dividendos e a previsão de fluxos de caixa futuros.

Resumindo, o efeito fiscal é o argumento mais forte para uma baixa política de dividendos. Apesar da intensa investigação, esta questão não reúne consenso. Alguns estudos demonstram que as taxas de imposto aplicadas aos dividendos não influenciam a riqueza de uma empresa, como Miller e Scholes (1978). Assim sendo, mesmo considerando os impostos, uma empresa pode optar por distribuir dividendos. Isto conduz a uma exploração de outros factores que podem igualmente influenciar a política de dividendos.

Relacionado com a questão fiscal, a política de dividendos pode também ser associada ao efeito clientela. Este efeito baseia-se no facto de existirem investidores com um enquadramento fiscal mais favorável aos dividendos: ou estão isentos, como instituições de caridade, ou têm uma taxa mais reduzida, como os fundos de pensões e companhias de seguros, e outros com um enquadramento mais desfavorável, o que leva a que diferentes grupos de investidores prefiram diferentes políticas de dividendos, de acordo com a sua realidade fiscal. Deste modo, e porque uns accionistas preferem dividendos altos e outros dividendos baixos, por razões fiscais, o efeito clientela suporta a ideia que a política de dividendos deve ir ao encontro das necessidades dos diferentes grupos de accionistas. Consequentemente, este efeito reduz o impacte da política de dividendos sobre o valor da empresa.

O efeito clientela foi originalmente sugerido por MM (1961), tendo estes defendido que cada empresa tenderá a atrair para si a sua própria “clientela”, que consiste nos investidores que preferem o seu rácio particular de pagamento de dividendos. Isto é,

empresas que pagam montantes elevados (reduzidos) de dividendos, atraem investidores que preferem dividendos elevados (baixos). Este efeito é uma possível explicação para a relutância por parte da gestão em alterar os rácios de dividendos, dado que esta alteração pode provocar elevados custos de transacção aos accionistas, já que estes se veriam forçados a investir noutra empresa que tivesse um rácio *payout* desejado.

Embora alguns autores tenham encontrado apenas uma fraca evidência para o efeito de clientela, como seja o caso de Kalay (1982), outros há que encontraram resultados que corroboram a conclusão de MM, como sejam os estudos de Elton e Gruber (1970) e Pettit (1977).

Elton e Gruber (1970) confirmam a hipótese da existência do efeito clientela pela análise do quociente da redução média das cotações sobre o valor dos dividendos na data *ex-dividend*, como aproximação para a taxa marginal de tributação do investidor médio, e pela constatação de que as acções com *dividend yield* relativamente maiores apresentavam escalões de impostos mais reduzidos.

No entanto, de acordo com Kalay (1982), a vantagem associada ao efeito clientela desaparece com o efeito dos custos de transacção a que estes os títulos estão sujeitos.

Seida (2001), com o intuito de estudar o fenómeno das clientelas fiscais, analisou a variação do volume de transacções das acções das empresas no período subsequente ao anúncio de um acréscimo dos dividendos a distribuir, considerando as empresas que aumentam significativamente os dividendos conjuntamente com as que iniciaram o seu pagamento. Os resultados evidenciaram uma frequência anormal das transacções no período após o anúncio do acréscimo de dividendos e revelaram que aquela frequência se encontra positivamente correlacionada com a magnitude do acréscimo dos dividendos, depois de controlados os efeitos informacionais de tais anúncios. O autor concluiu que a relação encontrada entre a frequência das transacções no período após o anúncio do acréscimo dos dividendos e o montante do acréscimo dos mesmos é tanto mais fraca quanto maior for o nível de dividendos do período anterior. Estes resultados, segundo o autor, são consistentes com o fenómeno de clientela fiscal.

Perez-Gonzalez (2003) analisou até que ponto a política de dividendos das empresas é influenciada pelas preferências dos seus principais accionistas, verificando que o pagamento dos dividendos aumentou (diminuiu) em anos em que os dividendos foram menos (mais) desfavorecidos em termos fiscais relativamente às mais-valias, mas apenas



para empresas cujos principais accionistas foram afectados pela respectiva reforma fiscal. De acordo com o autor, os resultados mostram que as taxas de imposto afectam a política de dividendos, contribuindo para a evidência de existência do efeito clientela.

Baseada nos estudos de Elton e Gruber (1970), Borges (2002) analisou o mercado português, com o intuito de verificar se o diferente tratamento fiscal dos dividendos e dos ganhos de capital fazem com que os investidores prefiram acções com elevados ou baixos *dividend yields*. Contudo, os resultados de Borges são contraditórios com o que seria teoricamente esperado. Uma interpretação possível para a evidência da correlação negativa entre o grau de ajuste dos preços e o *dividend yield* pode estar associada ao facto de as empresas com elevados *dividend yields* e rácios *payout* tenderem a atrair investidores com uma tributação de dividendos mais elevada. Como isto não é consistente com o comportamento racional dos investidores, a autora não considera o ajustamento parcial dos preços como evidência do efeito clientela ligado ao enquadramento fiscal do investidor. Argumenta, antes, que parte da explicação para a inexistência do efeito clientela diz respeito às especificidades da lei portuguesa acerca dos dividendos e dos ganhos de capital.

Em suma, a questão do efeito clientela é particularmente relevante em mercados onde a taxa de imposto dos dividendos e das mais-valias é diferente. Este efeito justifica-se pois existem agentes económicos com diferentes enquadramentos fiscais, o que leva a concluir que alguns preferem dividendos e outros ganhos de capital. Contudo, e uma vez mais, a evidência empírica não é consensual.

## **2.2.Custos de agência**

Ao longo do tempo, os investigadores têm reconhecido que uma empresa é constituída por diversos grupos de agentes económicos cujos interesses podem ser antagónicos. Assim sendo, na vida económica de qualquer empresa, existe uma certa propensão para se gerarem conflitos de interesse entre gestores e accionistas, bem como entre credores e accionistas, denominados custos de agência.

As decisões relativas à distribuição de dividendos em alternativa à sua retenção podem gerar conflitos de interesses entre accionistas e gestores, sempre que exista uma separação entre a propriedade e a gestão.

Neste contexto, a política de dividendos surge como um meio de diminuir os custos de agência, quer ao reduzir o autofinanciamento (aumentando assim o endividamento), quer

ao obrigar a empresa a recorrer frequentemente aos mercados financeiros para obter novos capitais, sujeitando-se à análise e ao juízo de diferentes entidades<sup>4</sup>.

Deve-se a Rozeff (1982) a defesa da distribuição de resultados como um mecanismo eficaz para controlar a actividade dos gestores, e, consequentemente, os custos de agência. Contudo, salientou o facto de que a distribuição de dividendos se, por um lado, contribui para a minimização dos custos de agência do capital próprio (custos que resultam do conflito de interesses entre accionistas e gestores), por outro, dadas as imperfeições que caracterizam os mercados, acresce significativamente os custos de transacção originados pela necessidade de recurso ao mercado, para compensar as necessidades de financiamento que a distribuição de dividendos cria. Assim, ignorando as considerações de ordem fiscal, existe uma política de dividendos óptima determinada pela relação entre os custos de agência do capital próprio e os custos de transacção.

Easterbrook (1984) explorou o papel dos dividendos na redução dos custos de agência do capital próprio. Este autor constatou que os accionistas das empresas de capital disperso, quando considerados individualmente, possuem pouco incentivo para controlar a actividade dos administradores, pois teriam de suportar sozinhos os respectivos custos de acompanhamento, e repartirem os benefícios de tal actividade com os restantes accionistas. Assim, para este autor, uma política de dividendos elevada e regular justifica-se, no contexto da teoria da agência, pelo menos por dois motivos fundamentais.

Primeiro, a capacidade de autofinanciamento da empresa, *ceteris paribus*, obriga os seus gestores a recorrerem mais frequentemente aos mercados de capitais – e, consequentemente, a sujeitarem-se à disciplina por eles imposta – para suprirem as suas necessidades de financiamento.<sup>5</sup> Tal facto cria disciplina no comportamento dos administradores, em virtude da actividade de acompanhamento exercida pelos investidores externos, intermediários financeiros e autoridades monetárias. Este acompanhamento e avaliação, por parte dos investidores potenciais, constituem um incentivo à melhoria do desempenho da equipa de gestores. Por um lado, porque a sua reacção a um comportamento reprovável dos administradores é imediata (queda do preço que oferecem pelas acções ou mesmo recusa de compra), ao contrário da dos accionistas existentes, que

---

<sup>4</sup> Todavia, o aumento da distribuição de lucros também provoca um aumento de custos, dadas as despesas de emissão e a assimetria fiscal entre dividendos e ganhos de capital.

<sup>5</sup> Na linha desta importante função disciplinadora atribuída aos mercados de capitais, potenciada pela distribuição de dividendos e pelas oportunidades de crescimento, é de esperar que as empresas, em períodos de reduzido crescimento, aumentem a distribuição de dividendos, ao contrário do que acontece em períodos de forte crescimento, em que as necessidades de recorrerem aos mercados de capitais asseguram o controlo e a supervisão da actividade dos administradores.

apenas podem disciplinar os actos daqueles pela via da venda dos títulos que possuem, ou pelo exercício do direito de voto. Por outro lado, os investidores potenciais possuem um forte incentivo para controlarem a actividade dos gestores antes de decidirem investir na empresa.

Em segundo lugar, Easterbrook (1984) defende que a distribuição de dividendos contribui igualmente para forçar os administradores a tomarem decisões que em outras situações evitariam, como por exemplo, o acréscimo do endividamento da empresa. O autor afirma ser um mecanismo capaz de modificar o rácio de endividamento da empresa de acordo com os objectivos dos seus accionistas e, assim, compensar a tendência natural dos administradores para a aversão do risco financeiro, dado que a distribuição de resultados em dinheiro acresce à dimensão relativa do endividamento se não for emitido novo capital próprio para financiar essa distribuição de resultados. Assim, argumenta que os dividendos, ao restringirem a capacidade dos administradores para manterem o endividamento da empresa a níveis muito baixos, ou até de o reduzirem, ao mesmo tempo que previnem a utilização discricionária que estes resultados poderiam ter quando não distribuídos, evitam que se proceda a uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores. Esta transferência ocorre quando o risco financeiro da empresa se torna inferior ao que esteve na base da fixação da taxa de juro subjacente aos contratos de empréstimo.

Jensen (1986) argumentou que os conflitos entre accionistas e gestores assumem particular relevância quando as empresas geram fluxos de caixa excedentários. O autor afirma que, embora os gestores tendam a preferir a retenção dos resultados gerados pela empresa, esta decisão pode não ir ao encontro da maximização do valor da empresa, como é desejado pelos accionistas, especialmente quando a dimensão e o valor das suas oportunidades de investimento são pequenas. Nesta situação, a retenção de resultados implica a existência de fluxos de caixa disponíveis, o que contribui para alargar o montante de recursos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos administradores e ao mesmo tempo, pode gerar problemas de sobre investimento, o que potencia os conflitos de interesses resultantes da relação de agência entre accionistas e gestores, custos esses que se reflectem negativamente no valor da empresa. Assim, numa perspectiva de custos de agência, e segundo Jensen, o acréscimo (decrécimo) de dividendos contribui para a redução (aumento) dos fluxos de caixa disponíveis – e, conseqüentemente, para o acréscimo (decrécimo) da cotação das acções da empresa, via redução (aumento) dos

custos de agência.

Estes modelos foram, mais tarde, analisados ou testados por muitos estudos empíricos que, salvo raras exceções, confirmam a relevância e a importância dos custos de agência como determinantes da decisão da política de dividendos.

Pacheco (1999) refere que, de um modo geral, os gestores, ao contrário da grande maioria dos accionistas, preferem a retenção dos resultados essencialmente por quatro motivos: 1) evitam a sujeição à “disciplina dos mercados de capitais”, ao proporcionar-lhes capacidade de autofinanciamento, ao mesmo tempo que os torna “autónomos” dos accionistas; 2) permite obter recursos que podem ter uma utilização arbitrária, nomeadamente financiar projectos com o propósito de fazer crescer a empresa para além da dimensão óptima, com vista ao acréscimo da sua remuneração e prestígio; 3) pela aversão ao risco típico da gestão; 4) evitam a penalização na cotação das acções, no caso de se confrontarem com a necessidade de redução súbita dos dividendos.

La Porta *et al.* (2000) analisaram amostras de grandes empresas pertencentes a 33 países, focando o seu estudo nos problemas de agência e na política de dividendos, encontrando evidência de que a qualidade da protecção legal recebida pelos accionistas e a teoria da agência são relevantes para a compreensão da política de dividendos adoptada nos diferentes países pesquisados. Empresas que operam em países com maior protecção a accionistas minoritários, pagam mais dividendos e, quando em crescimento, diminuem os dividendos, pois tais accionistas, legalmente protegidos, estão dispostos a esperar pela rentabilidade das oportunidades de investimento. Por outro lado, os accionistas que não possuem protecção legal preferem receber dividendos, mesmo na presença de projectos com perspectivas futuras positivas.

Manos (2002) investiga a teoria da agência na política de dividendos num contexto de uma economia emergente, a Índia. O artigo utiliza o modelo de minimização de custos de Rozeff (1982), que prevê que o rácio *payout* objectivo é atingido no ponto que minimiza a soma dos custos de transacção associados à obtenção de financiamento externo e dos custos de agência. Os resultados sugerem que a filiação dos grupos tem um importante impacto sobre a estrutura dos custos de transacção, bem como sobre os conflitos de agência enfrentados pelas empresas indianas. A principal inovação é alcançada através da introdução de afiliação a um grupo empresarial no modelo original de minimização de custos. No geral, os resultados suportam o modelo de minimização dos custos e a teoria da

agência para a política de dividendos.

Cohen e Yagil (2006) identificam um novo tipo de custos de agência dos dividendos: a soma dos projectos com valor actual líquido (VAL) positivo que são abandonados para pagar dividendos. Este estudo é baseado numa pesquisa internacional realizada directamente aos directores financeiros de grandes empresas de cinco países: EUA, Reino Unido, Alemanha, Canadá e Japão. Os resultados mostram evidência da existência deste tipo de custos de agência, estando estes positivamente relacionados com a dimensão da empresa e com a sensibilidade do preço das acções às alterações dos dividendos, e negativamente relacionados com o fluxo de informações entre a empresa e os investidores. Concluíram ainda que este tipo de custo é maior no Japão e na Alemanha do que nos EUA e no Canadá.

A importância da teoria da agência na política de dividendos implica que os dividendos não possuem um valor substancial em si mesmos, mas que permitem monitorizar as relações entre os diferentes intervenientes nas empresas. Se uma empresa precisa de financiamento do mercado frequentemente, não paga dividendos tão elevados ou mesmo, não paga dividendos. Esta ideia é consistente com certos comportamentos observados no mercado de capitais como sejam, empresas que não pagam dividendos possuem elevadas taxas de crescimento e, empresas que iniciam o pagamento de dividendos não dispõem de muitas oportunidades de crescimento com capacidade para criar valor. A principal implicação da teoria da agência para as políticas de dividendos é a de que as empresas que pagam dividendos devem proceder a uma política de dividendos estável.

### **2.3. Certeza *versus* Incerteza das componentes de rendimento**

Outro factor explicativo da política de dividendos, e que aponta para dividendos elevados, está associado à certeza dos dividendos, face à incerteza das mais-valias, dando origem à denominada falácia do “Pássaro na mão”<sup>6</sup>. Esta reflecte o princípio que os dividendos têm um maior valor do que os ganhos de capital futuros, já que os primeiros representam uma componente certa de rendibilidade e são recebidos no momento actual, enquanto os segundos correspondem a uma componente incerta da rendibilidade e são recebidos numa data futura. Assim, esta falácia defende uma política de dividendos elevados, apresentando como argumento o facto da distribuição de resultados aos

---

<sup>6</sup> Em inglês é denominada como “bird-in-the-hand” fallacy, (worth two in the Bush).

accionistas constituir uma fonte de rendimento mais segura do que os ganhos de capital, devido à volatilidade das cotações das acções.

Gordon (1961) argumentou que as empresas com uma política de dividendos elevada favorecem os accionistas porque lhes resolvem, ou pelo menos, diminuem a incerteza. Adicionalmente, Lintner (1962) e Gordon (1963) argumentam que os investidores preferem receber dividendos correntes a ganhos futuros de capital, dado que os dividendos são mais valorizados que os ganhos de capital, por serem menos arriscados.

## **2.4. Factores Comportamentais**

A corrente das finanças comportamentais defende que o processo de tomada de decisão dos investidores é influenciado por factores de natureza psicológica. Em relação à política de dividendos, as finanças comportamentais defendem que os investidores preferem o pagamento de dividendos a mais-valias, por parte das empresas, sendo que os gestores tendem a distribuir resultados com o objectivo de agradar aos investidores.

Shefrin e Statman (1984) concluíram que a preferência dos investidores por dividendos em dinheiro assenta em aspectos comportamentais, nomeadamente por questões de autocontrolo da sua riqueza, e para evitar sentimentos de arrependimento e remorso.

Baker e Wurgler (2004) encontraram evidência de que as empresas iniciam o pagamento de dividendos, ou os aumentam quando os investidores estão dispostos a pagar um prémio por acções de empresas que paguem dividendos (valorizando as mais-valias), e diminuem ou anulam o pagamento de dividendos quando o mercado prefere empresas que não paguem dividendos, encontrando assim evidência para a denominada teoria de *catering*.

Vieira (2011) analisou o papel do sentimento do investidor na respectiva reacção ao anúncio da alteração de dividendos em três países europeus. De um modo geral, os resultados não suportam o efeito sentimento para o caso do mercado português. Contudo, encontrou evidência de que a reacção do mercado ao anúncio do aumento de dividendos é mais elevada quando o sentimento do mercado é elevado, no caso do Reino Unido, sendo a reacção ao anúncio da diminuição de dividendos menos relevante quando o sentimento é elevado, no caso do mercado francês.

## 2.5. Assimetria de informação e teoria da sinalização dos dividendos

Outro factor explicativo da política de dividendos é a assimetria de informação. É consensual que os gestores das empresas têm mais informação sobre as perspectivas de evolução dos fluxos de caixa futuros das empresas do que os investidores, o que provoca uma assimetria de informação entre os diversos intervenientes.

Deste modo, o pagamento de dividendos e a variação do seu montante podem ser um meio importante dos gestores das empresas transmitirem informações relevantes ao mercado acerca da perspectiva de evolução futura da empresa. Sendo assim, o anúncio da variação dos dividendos terá conteúdo informativo para o mercado. Este conceito está patente na teoria da sinalização dos dividendos, que está intimamente relacionada com a temática deste trabalho.

Deste modo, o anúncio do aumento de dividendos será um sinal enviado ao mercado de que a empresa tem boas perspectivas de evolução dos seus fluxos de caixa futuros, enquanto o anúncio da diminuição de dividendos transmitirá um sinal negativo quanto às perspectivas de evolução futura. Consequentemente, de acordo com a teoria da sinalização, ou da hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, espera-se que o anúncio de alteração dos dividendos esteja positivamente relacionado com a reacção do preço das acções e dos resultados futuros das empresas.

Embora a hipótese do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa possa ser encontrada em estudos anteriores ao de MM (1961)<sup>7</sup>, esta começa a ganhar importância com este trabalho, onde os autores identificaram a hipótese do conteúdo informativo dos resultados distribuídos, sugerindo que as alterações nas políticas de dividendos dependiam também das expectativas dos gestores em relação aos lucros futuros esperados.

Os primeiros modelos que contemplam a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos foram desenvolvidos por Battacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985), que propuseram modelos de sinalização, baseados na assimetria de informação entre os vários intervenientes dos mercados financeiros.

Os modelos de sinalização baseiam-se na ideia de que as empresas podem utilizar a política de dividendos para transmitir informação ao mercado acerca da rentabilidade futura. No entanto, a teoria da sinalização não explica porque é que as empresas recorrem

---

<sup>7</sup> O estudo de Lintner (1956) encontrou evidência da preferência por parte das empresas em manterem os seus dividendos estáveis.

ao pagamento de dividendos e não a outros mecanismos, como por exemplo a recompra de acções, dado que esta alternativa é menos onerosa<sup>8</sup>.

Em síntese, estes modelos sugerem que as empresas que pagam dividendos, especialmente as que os aumentam, são empresas subavaliadas pelo mercado e que utilizam esse instrumento para transmitir essa boa informação. No entanto, o aumento dos dividendos pode dever-se a alterações no perfil de risco da empresa, tal como afirmam Grullon *et al.* (2002).

Bhattacharya (1979) foi um dos primeiros autores a utilizar a teoria do sinal para dar corpo teórico ao conteúdo informativo dos dividendos, ao propor um modelo onde as alterações não antecipadas nos dividendos distribuídos ou, mais precisamente, o seu anúncio sinalizam aos investidores a qualidade dos projectos que a empresa possui em carteira, permitindo determinar o valor de equilíbrio da empresa. Neste modelo, é considerado que os administradores possuem um conhecimento preciso, aquando do anúncio do crescimento dos dividendos, acerca da qualidade do projecto, avaliada pela sua rentabilidade esperada, enquanto os investidores externos<sup>9</sup> possuem uma informação imperfeita. O autor admitiu que os dividendos são tributados a uma taxa de imposto ( $t_d$ ) e que os ganhos de capital, para simplificar, não são tributados<sup>10</sup>. Bhattacharya mostrou que, sob estas condições, o pagamento dos dividendos funciona como um sinal das expectativas dos fluxos de caixa das empresas, em ambiente de informação imperfeita.

Quando o fluxo de caixa gerado pelo projecto ( $X$ ) é superior ao acréscimo dos dividendos anunciados ( $D$ ), a empresa poderá reinvestir a importância  $X-D$  e os seus accionistas receberão, líquido de impostos ( $1-t_d$ ). Quando o fluxo de caixa gerado é inferior ao acréscimo dos dividendos anunciados ( $X < D$ ), a empresa deverá recorrer a financiamento no montante  $D-X$ , para garantir o pagamento do acréscimo dos dividendos. O financiamento é obtido através do endividamento da empresa a uma taxa  $\beta$ , superior à taxa de juro sem risco após impostos. Os custos suportados, relativos a um maior diferencial na taxa de juro, os custos de transacção para obter o financiamento e a carga fiscal que incide sobre os dividendos suportados pelos accionistas, constituem custos de sinalização (*dissipative costs*), que restringem as empresas de emitirem falsos sinais, como

---

<sup>8</sup> Vários têm sido os estudos levados a cabo com o intuito de analisar até que ponto a recompra de acções pode ser vista como um substituto ao pagamento de dividendos (Brav *et al.*, 2005 e Nitta, 2006, entre outros). Contudo, não vamos explorar esta temática, já que esta análise não é objecto do nosso trabalho.

<sup>9</sup> Investidores externos: accionistas que não intervêm na gestão da empresa.

<sup>10</sup> O autor considera que a tributação sobre o rendimento dos investidores é proporcional em lugar de progressiva. As conclusões do autor mantêm-se mesmo considerando a tributação das mais-valias, necessitando apenas que a taxa sobre as mais-valias seja inferior a que recai sobre os dividendos.



sejam, anúncio para dividendos esperados superiores ao fluxo de caixa gerado.

Considerando o efeito positivo da alteração dos dividendos (acréscimo) no valor da empresa e admitindo que os administradores se comportam no sentido de maximizar a riqueza dos seus accionistas, o autor demonstrou que os investidores, conhecendo a alteração do anúncio dos dividendos, são capazes de estimar o fluxo de caixa antecipado pelos gestores (detentores de maior informação) e assim determinar o valor de equilíbrio da empresa.

John e Williams (1985) propuseram um modelo no qual consideram que os administradores sinalizam aos investidores a informação privilegiada que possuem relativamente ao valor da empresa, através da política de dividendos e da emissão de novas acções. Neste modelo, dado que se admite que as necessidades de financiamento externo são supridas através da emissão de novas acções, os gestores, que é suposto actuarem de acordo com os interesses dos accionistas, desejam minimizar a diluição do valor das acções existentes resultante de novas emissões. Neste domínio, a política de dividendos é importante, pois serve de veículo de sinalização credível para os investidores, em virtude da penalização fiscal a que estão sujeitos. Como a diluição do valor das acções, face a novas emissões, é particularmente prejudicial para os accionistas das empresas relativamente às quais existem maiores assimetrias de informação, é possível obter uma situação de equilíbrio de mercado em que os investidores interpretam a distribuição de dividendos, penalizados fiscalmente, como um sinal da empresa gerar fluxos de caixa no futuro. Assim, os administradores têm interesse em aumentar os dividendos até ao nível em que o ganho marginal retirado da melhor avaliação das acções da empresa pelo mercado seja igual ao custo marginal resultante da distribuição de dividendos. Em equilíbrio, as empresas com perspectivas futuras mais favoráveis distribuem um dividendo superior ao que é permitido às empresas com perspectivas futuras menos favoráveis. Dado que o nível dos dividendos é crescente com os resultados futuros esperados e decrescente com a taxa de imposto que tributa os dividendos, bem como com a capacidade de autofinanciamento disponível no momento, este modelo aponta para um nível óptimo de dividendos.

Miller e Rock (1985) desenvolveram um estudo sobre a optimização das decisões das empresas relativas às políticas de financiamento, dividendos e investimento, assumindo que os gestores sabem mais que os investidores externos, sobre a verdadeira situação financeira das mesmas. Estes autores introduzem no modelo de MM a hipótese de

assimetria de informação. Num mundo de expectativas racionais, o anúncio de dividendos contém dados de informação suficientes para permitir ao mercado deduzir os elementos não observados, nomeadamente, relativos ao rendimento corrente da empresa. O anúncio de dividendos cria, assim, condições para os mercados estimarem o rendimento corrente com base em expectativas de rendimentos futuros, provocando um aumento no valor de mercado das empresas. O modelo sobre o efeito informativo dos dividendos é consistente com o modelo de MM, ao afirmar que o valor de mercado das empresas está dependente do seu rendimento actual e da sua capacidade futura de gerar lucros.

Ambarish *et al.* (1987), baseados no estudo de Miller e Rock (1985) e utilizando os dados do trabalho de John e Williams (1985), propõem um modelo em que os gestores recorrem a vários mecanismos de sinalização para o mercado, além da política de dividendos, utilizando também o financiamento e desenvolvimento da actividade da empresa com a finalidade de darem a conhecer ao mercado as expectativas futuras para a mesma. Considerando a situação de equilíbrio, quando o investimento é considerado fixo, o anúncio de um crescimento no valor dos dividendos possui um efeito positivo na cotação das acções da empresa. No entanto, quando os dividendos são fixos, o efeito do anúncio de novos investimentos possui um efeito negativo para as empresas cujas assimetrias de informação dizem respeito ao valor actual dos seus activos, e positivo para empresas cujas assimetrias de informação dizem respeito às oportunidades de investimento. Para os autores, a combinação óptima dos veículos de sinalização depende do tipo de empresa e da fase do ciclo de vida em que essa se encontra. Por exemplo, se uma empresa se encontra na fase de maturidade, uma elevada política de dividendos deve assumir-se como o seu principal mecanismo de sinalização, enquanto uma empresa que se encontra na fase de crescimento deve colocar ênfase no investimento, em detrimento do uso de dividendos.

O primeiro estudo empírico sobre a política de dividendos foi realizado por Lintner (1956). O autor levou a cabo, durante um período de sete anos (1947 a 1953), um inquérito e entrevistas aos responsáveis pela política de dividendos de 28 grandes Empresas Americanas do sector Industrial.

O autor desenvolveu um modelo com o intuito de identificar quais os factores que os gestores financeiros têm em consideração aquando da definição da política de dividendos das suas empresas.

De entre as várias conclusões do estudo deste autor, destacam-se as seguintes: os gestores consideram a definição da política de dividendos uma prioridade; os resultados são o principal factor de mudança dos dividendos; os gestores acreditam que os accionistas preferem dividendos estáveis e que o mercado valoriza essa estabilidade; os gestores têm uma maior preocupação em fundamentar uma variação de valores dos dividendos do que os valores absolutos dos mesmos, à excepção de quando se trata do pagamento de dividendos iniciais; a maioria dos gestores só faz alterações aos dividendos quando estão bem seguros da sustentabilidade da alteração efectuada. O rácio de *payout* médio encontrado pelo autor foi de 50%. Este rácio não é muito diferente do encontrado por Grullon *et al.* (2002), no período compreendido entre 1990 e 2000, de 48,55%.

Em suma, o autor afirma que as empresas tendem a seguir uma política de ajustamento gradual em direcção a um rácio *payout* objectivo, definido como ideal, no médio e longo prazo, verificando-se uma resistência por parte dos gestores em diminuir os dividendos, pois esta actuação pode transmitir uma informação negativa ao mercado. Os gestores também demonstram receio em aumentar o nível dos dividendos, pois poderão não ter capacidade para os sustentar no futuro e isso transmite igualmente uma informação negativa ao mercado. Portanto, a política de dividendos mais frequente baseia-se na manutenção dos dividendos ao longo dos anos, aumentando-os se existir perspectivas de que o respectivo crescimento possa ser sustentado no futuro.

Vários foram os autores que replicaram o trabalho de Lintner (1956). Fama e Babiak (1968) concluíram que existe alguma propensão para as empresas determinarem o dividendo ideal, embora a velocidade de ajustamento em direcção a um *payout* objectivo seja diferente de empresa para empresa. Outros autores chegaram a conclusões idênticas, tais como DeAngelo *et al.* (1992, 1996) e Dewenter e Warther (1998).

Se no domínio teórico existe um amplo consenso no que se refere ao efeito de sinalização e ao conteúdo informativo dos dividendos, já no domínio empírico têm-se observado resultados contrários. Embora haja um vasto número de estudos que evidencia que uma alteração dos dividendos provoca uma reacção de igual sentido na cotação das acções, outros há que colocam em causa a hipótese do efeito sinalizador dos dividendos.

Pettit (1972), ao analisar a reacção da cotação das acções de 135 empresas norte-americanas que anunciaram alterações dos seus dividendos, encontrou uma variação anormal média acumulada, estatisticamente significativa na cotação das acções quando

considerado o dia do anúncio da variação dos dividendos e o dia seguinte. Constatou ainda que as alterações significativas ocorreram com particular frequência naqueles dois dias. O autor concluiu igualmente que a variação da cotação é tanto maior quanto maior é a alteração dos dividendos. Estes resultados, para além de evidenciarem que o mercado de títulos é eficiente na incorporação da informação disponível, são consistentes com a hipótese de que o anúncio da alteração na distribuição de dividendos transmite informação fundamental.

Watts (1973), contudo, contestou os resultados de Pettit (1972). O autor encontrou um efeito positivo entre o anúncio de acréscimo de dividendos e o preço das acções, mas concluiu que o conteúdo informativo não tem significado económico porque não permite a obtenção de rendibilidades anormais depois de considerados os custos de transacção, no caso dos investidores terem acesso monopolístico à informação.

Kwan (1981) aperfeiçoou o trabalho de Pettit (1972) construindo carteiras baseadas em alterações inesperadas de dividendos, encontrando evidência estatisticamente significativa de rendibilidades anormais quando as empresas anunciavam alterações de dividendos não esperadas.

Desde então, vários estudos têm sido realizados com o intuito de investigar qual a reacção no preço das acções ao anúncio de mudanças na política de dividendos. Por exemplo os estudos de Aharony e Swary (1980), Asquith e Mullins (1983), Nissim e Ziv (2001), Raaballe e Bechmann (2002), Nitta (2006), Lonkani e Ratchusanti (2007) e Yilmaz e Selcuk (2010) são consistentes com a hipótese da sinalização. Ou seja, um aumento (diminuição) dos dividendos conduz a uma reacção positiva (negativa) no preço das acções em torno da data do anúncio dos dividendos.

Aharony e Swary (1980) encontraram suporte para a hipótese de que alterações nos dividendos trimestrais dispõem de informação útil que afecta a valorização dos títulos. Encontraram evidência de que as variações dos dividendos fornecem informação relevante para o mercado para além da que é veiculada pelo anúncio dos resultados obtidos pela empresa. Os resultados empíricos de Kane *et al.* (1984) confirmam os testes anteriores que encontraram evidência de que o anúncio dos dividendos tem um efeito significativo no preço das acções.

Nissim e Ziv (2001) encontram evidência de que o anúncio da variação dos dividendos contém informação acerca dos resultados futuros das empresas. Neste estudo os autores

verificaram onde a variação dos dividendos iria influenciar a rentabilidade futura das empresas até dois anos subsequentes à variação dos dividendos. Porém, os resultados não são simétricos para os aumentos de dividendos e para as diminuições. Para a amostra em causa, os aumentos de dividendos estão associados a resultados futuros para pelo menos quatro anos depois da variação dos dividendos. No entanto, as diminuições de dividendos não estão associadas aos resultados futuros. Os autores acreditam que a falta de associação entre as diminuições dos dividendos e os resultados futuros se deve ao conservadorismo da contabilidade.

Raaballe e Bechmann (2002) suportam a teoria da sinalização dos dividendos e identificam diferentes comportamentos nas empresas estudadas: aquelas com um nível de rentabilidade abaixo de um certo valor crítico preferem a recompra das suas acções, enquanto que as que têm o nível de rentabilidade acima do limiar preferem oferecer dividendos.

Nitta (2006) analisou a política de dividendos numa perspectiva de um jogo interactivo entre gestores e accionistas, concluindo que as decisões nas políticas de dividendos transmitem informações acerca da gestão da empresa, podendo influenciar os preços das acções. Este autor pressupõe a existência de informação assimétrica, em que os investidores estão menos informados relativamente à gestão da empresa, assumindo assim que a empresa pode prever melhor o rendimento futuro. Admite igualmente que os investidores têm preferência por elevados dividendos, enquanto os gestores tendem a manter o nível dos dividendos. Considerando estes pressupostos, o aumento de dividendos implica que a gestão tente manter esse nível de dividendos no longo prazo e que o rendimento futuro poderá crescer de modo a sustentar o valor do dividendo.

Assim, o aumento nos dividendos é entendido como um sinal que a gestão prevê o crescimento dos rendimentos futuros, provocando uma subida no preço das acções. Caso contrário, se os dividendos são reduzidos sem justificação, é entendido com um sinal negativo, pois transmite a ideia que a gestão prevê a deterioração dos rendimentos, não conseguindo manter o nível dos dividendos no futuro, provocando uma diminuição no preço das acções. Concluindo, as alterações nos dividendos transmitem conteúdo informativo acerca da previsão do rendimento futuro, influenciando o preço das acções.

A recompra de acções também é considerada pelo autor como um sinal. Devido à informação assimétrica, os investidores interpretam que a recompra de acções significa que

as mesmas estão abaixo do seu valor, enquanto que a emissão de novas acções significa que as acções estão sobrevalorizadas. Estas mudanças na política de dividendos (dividendos em dinheiro ou recompra de acções) sinalizam informação implicando uma reacção no preço das acções.

Lonkani e Ratchusanti (2007) confirmam a teoria da sinalização, mas apenas quando consideraram a variação não esperada dos dividendos, ou seja, a variação tendo por base a previsão dos analistas, já que considerando as variações de dois dividendos sucessivos, não encontraram evidência de que a respectiva variação tenha poder explicativo na previsão dos resultados futuros da empresa.

Yilmaz e Selcuk (2010) encontram evidência para a hipótese da sinalização dos dividendos no mercado de Istambul, ou seja, o mercado reage positivamente aos anúncio de aumentos de dividendos, negativamente aos anúncios de diminuição de dividendos e não reage de forma significativa quando os dividendos não são alterados. Além disso, os resultados mostram um pré-evento de fuga de informação no caso das diminuições dos dividendos da amostra.

No entanto, existem estudos que não são consistentes com a hipótese da sinalização, como os de Lang e Litzenberger (1989), Benartzi *et al.* (1997), Pan (2006), Vieira e Raposo (2007), Denis e Osobov (2008), Hussainey e Aal-Eisa (2009) e Ali (2010).

Lang e Litzenberger (1989) analisam o conteúdo informativo dos dividendos no contexto do mercado americano, concluindo que este existe um efeito maior no caso de variações negativas de dividendos do que nas variações positivas. Embora os seus resultados sejam inconsistentes com a hipótese de sinalização, os autores encontraram evidência para a hipótese dos fluxos de caixa disponíveis de Jensen (1986).

Benartzi *et al.* (1997) encontram evidência que as empresas que aumentam os dividendos num dado ano tendem a ter aumentos significativos nos resultados nesse ano e no ano anterior, mas mostram que não há sinais de um crescimento sistemático nos resultados futuros e, por isso, concluem que as alterações nos dividendos têm algum conteúdo informativo, mas sim sobre o passado, e não sobre o futuro, como preconiza a hipótese da sinalização.

Pan (2006) conclui que empresas com gestores conservadores são mais propensas a pagar dividendos, mesmo no longo prazo. O autor encontra evidência de que o pagamento de dividendos reduz o volume de recursos disponíveis que fazem com que as empresas

sejam mais vulneráveis a certas situações, como aquisições hostis, contudo, os resultados não suportam a teoria da sinalização.

Vieira e Raposo (2007) testaram a hipótese de conteúdo informativo no mercado Português, Francês, e no Reino Unido, encontrando evidência capaz de suportar a hipótese de conteúdo informativo apenas para o mercado do Reino Unido. No caso dos mercados Francês e Português, os resultados mostram que a relação entre o anúncio da alteração dos dividendos e a respectiva reacção do mercado não é estatisticamente significativa, não suportando assim a hipótese de que as mudanças nos dividendos comunicam novas informações relevantes para o mercado. Adicionalmente, as autoras encontraram evidência da existência de uma percentagem significativa de casos em que a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e a reacção do preço das acções é contrária. Este fenómeno foi igualmente encontrado por outros autores, como sejam Asquith e Mullins (1973), Healy *et al.* (1997), Dhillon *et al.* (2003) e Borokhovich *et al.* (2004).

De acordo com os resultados de Hussainey e Aal-Eisa (2009), cerca de 80% das empresas que compõem a sua amostra, aumentaram o nível dos dividendos em anos de diminuição da rentabilidade, o que não deixa de ser um resultado interessante. As conclusões deste estudo sugerem que as alterações no nível dos dividendos não são um importante sinal para as perspectivas futuras das empresas que diminuam o crescimento dos resultados.

Ali (2010) analisa o conteúdo informativo dos dividendos, no mercado do Bangladesh. De acordo com os resultados, o preço das acções não reage de forma significativa ao anúncio dos dividendos, pelo que não foi encontrada evidência capaz de suportar a hipótese em questão. Segundo os autores, este resultado pode dever-se às trocas de informação privilegiada no mercado.

São ainda de destacar os estudos que se concentram nas repercussões das variações extremas dos dividendos nas cotações das acções, como sejam os casos do início do pagamento de dividendos, a sua omissão ou o pagamento de dividendos especiais.

Asquith e Mullins (1983) analisaram a reacção da cotação das acções de empresas norte-americanas que anunciaram a distribuição do seu primeiro dividendo e constataram uma reacção anormal positiva, estatisticamente significativa, no período do anúncio do dividendo. Sant e Cowan (1994) examinaram a relação entre o anúncio de omissões de dividendos e as respectivas reacções da cotação das acções, analisando igualmente os

respectivos efeitos em termos de volatilidade. Os resultados indicam que as omissões de dividendos precedem aumentos na variância dos resultados, no risco sistemático (medido através do indicador beta) e na dispersão das previsões dos analistas. Os gestores tendem a omitir os dividendos quando os respectivos resultados não garantem capacidade de sustentação de dividendos futuros, o que vai ao encontro das conclusões de Lintner (1956).

Howe e Shen (1998) examinaram os efeitos do anúncio do início da distribuição de dividendos nos resultados subsequentes não esperados, concluindo que os dividendos esperados são mais favoráveis para as empresas que estão a começar a distribuir dividendos do que para aquelas que optaram por não os distribuir. A evidência de que os gestores não iniciam a distribuição de dividendos até terem a certeza de que os conseguem sustentar no futuro, através dos resultados obtidos, está de acordo com os resultados de Lintner (1956). Adicionalmente, encontraram evidência de que os dividendos assinalam diferenças no desempenho das empresas. Finalmente, os autores concluem que os dividendos têm um carácter de sinalização.

DeAngelo *et al.* (2000) analisaram a reacção do mercado ao anúncio da distribuição de dividendos especiais, para uma amostra de empresas cotadas na NYSE. Os resultados obtidos evidenciam que a cotação das acções reage favoravelmente nos três dias subsequentes ao anúncio da distribuição de dividendos especiais, encontrando assim evidência do efeito de sinalização.

Howatt *et al.* (2009) não examinaram o conteúdo informativo dos dividendos, mas sim o risco que oferecem os anúncios dos dividendos (“*risk information hypothesis*”). Os resultados do estudo fornecem evidência de que os aumentos dos dividendos estão associados a mudanças positivas nos resultados futuros das empresas. Além disso, à excepção das omissões de dividendos, todo o tipo de variações de dividendos estão associadas a uma significativa diminuição no risco. A evidência de que os dividendos fornecem informação relevante para o mercado acerca das alterações nos resultados futuros suporta a teoria da sinalização. Contudo, é de salientar que o período da amostra (compreendido entre 1981 e 2001) deste estudo é caracterizado por uma grande expansão económica, o que pode condicionar os resultados obtidos.

Numa linha de abordagem que combina a análise do efeito de sinalização dos dividendos com os efeitos de penalização fiscal a que os dividendos estão sujeitos relativamente às mais-valias, encontram-se autores como Fama e French (1998), Copeland



e Weston (1992) e Hodgkinson (2002).

Fama e French (1998) concluem que os dividendos transmitem informação ao mercado, para além da que é veiculada pelo anúncio dos resultados obtidos e de outros eventos, suficiente para superar o eventual efeito negativo resultante da penalização fiscal a que estão sujeitos.

Copeland e Weston (1992) sugerem que uma das importantes implicações do argumento do conteúdo informativo dos dividendos é que este sugere a possibilidade de uma política de dividendos óptima. Os benefícios retirados da comunicação da distribuição de dividendos devem ser confrontados com as desvantagens fiscais da distribuição de dividendos, no sentido de encontrar um rácio de distribuição de dividendos óptimo.

Hodgkinson (2002) analisou a reacção dos investidores face ao sinal que lhes é transmitido pelo anúncio dos resultados e da alteração dos dividendos para uma amostra de empresas do Reino Unido, onde o sistema fiscal possibilita o desconto do imposto societário suportado aquando da distribuição dos dividendos ao imposto apurado no final do exercício económico, a fim de eliminar a dupla tributação dos dividendos. O autor conclui que se a surpresa revelada aos investidores pela divulgação dos resultados é negativa, a capacidade dos dividendos revelarem informação ao mercado parece sobrepor-se à importância do conhecimento da situação fiscal em que a empresa se encontra.

Foram ainda elaborados alguns estudos empíricos com o objectivo de averiguar em que medida as variações dos dividendos reflectem o desempenho financeiro das empresas, tanto no passado como no presente, e se os respectivos anúncios traduzem ou não as expectativas dos gestores quanto ao desempenho futuro das empresas.

Fernandez e Larran (1999) realizaram um estudo empírico com vista a testar a relevância dos dividendos na valorização das empresas. Chegaram a várias conclusões, nomeadamente as seguintes: 1) os dividendos têm relevância na valorização das acções, contrariamente às conclusões de MM (1961); 2) os sinais transmitidos pelos dividendos são mais significativos no caso de aumento de dividendos do que na diminuição destes, o que contraria os resultados de Lang e Litzenberger (1989); 3) quanto menor o resultado obtido, mais sensíveis são as empresas à política de dividendos, pois cada unidade paga de dividendos por unidade de benefício obtida gera maiores expectativas de obtenção de ganhos futuros. Em suma, concluem que o rácio de pagamento de dividendos reforça a sinalização transmitida pelos dividendos.

Arnott e Asness (2003), ao analisarem a relação existente entre as alterações dos dividendos e os resultados/fluxos de caixa passados e futuros de uma amostra de empresas japonesas, obtiveram resultados que estão de acordo com a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos. Esta evidência está em consonância com os resultados obtidos por Hanlon *et al.* (2006).

Vieira e Raposo (2007) relacionaram o anúncio da variação de dividendos com o desempenho futuro das empresas. As autoras não encontraram evidência capaz de suportar a hipótese da sinalização, que prevê uma relação positiva entre as duas variáveis. Contudo, os seus resultados dão algum suporte à hipótese dos fluxos de caixa disponíveis (Jensen, 1986) e um forte suporte para a hipótese da maturidade (Grullon *et al.*, 2002), principalmente no que diz respeito à amostra do Reino Unido.

No contexto do mercado português, destacam-se os estudos de Benzinho (2004) e Ribeiro (2010), que centram a sua análise nos factores que influenciam a política de dividendos praticada pelas empresas. Benzinho (2004) constatou a existência de alguma estabilidade na política de dividendos das empresas, o que vai ao encontro dos resultados de Lintner (1956). De acordo com este autor, os principais factores que afectam a decisão de distribuição são o dividendo do período anterior e o resultado líquido do exercício. Ribeiro (2010) pretendeu dar um contributo para a problemática dos dividendos, averiguando quais os factores determinantes da política de dividendos. Este estudo investiga o efeito que um conjunto de factores exerce sobre os dividendos distribuídos pelas empresas não financeiras com títulos cotados na *Euronext* Lisboa. Os resultados sugerem que os fluxos de caixa gerados e o preço de mercado das acções das empresas influenciam positivamente os dividendos distribuídos pela empresa. Além disso, sugerem a existência de um efeito negativo do resultado líquido na distribuição de dividendos.

Em jeito de resumo, podemos concluir que, de um modo geral, a distribuição de dividendos e as alterações na respectiva política incorporam conteúdo informativo, ou seja, representam sinais relativos às expectativas dos gestores sobre a evolução futura da empresa, sendo este um meio credível para os investidores aferirem sobre o desempenho da empresa, dado que estes não têm acesso a toda a informação da empresa, e de forma gratuita. Assim sendo, as empresas tendem a gerir os seus dividendos de acordo com as alterações nas perspectivas de crescimento futuro, ou seja, um aumento (diminuição) dos dividendos sinaliza o mercado de que se espera um bom (fraco) desempenho da empresa

no futuro, o que implicará um aumento (diminuição) no preço das acções. Segundo Ross (1999), o aumento deve-se não ao acréscimo propriamente dito dos dividendos, mas sim às expectativas de maiores dividendos futuros.

Adicionalmente, se um aumento de dividendos está associado a perspectivas favoráveis de evolução futura da empresa, espera-se também, pelo menos teoricamente, que este desempenho se traduza favoravelmente nos resultados futuros da empresa, devendo acontecer o contrário no caso de uma diminuição dos dividendos.

Em jeito de conclusão, podemos então afirmar que, no contexto do conteúdo informativo dos dividendos, se espera uma relação directa entre o anúncio da variação dos dividendos e a reacção do mercado, bem como entre a variação dos dividendos e a evolução dos resultados futuros.

No quadro 1 apresentamos um resumo dos principais estudos abordados neste ponto, já que o nosso estudo empírico versa sobre a análise da hipótese do conteúdo informativo dos dividendos.

**Quadro 1** - Principais estudos empíricos sobre o conteúdo informativo dos dividendos

Autores	Relação directa: anúncio de dividendos/ reacção no preço		Relação directa: anúncio de dividendos/ resultados futuros	
	Evidência	Não evidência	Evidência	Não evidência
Aharony e Swary (1980)	X			
Ali (2010)		X		X
Arnott and Asness (2003)			X	
Asquith e Mullins (1983)	X			
Benartzi <i>et al.</i> (1997)				X
DeAngelo <i>et al.</i> (2000)	X			
Hussainey e Aal-Eisa (2009)				X
Kane <i>et al.</i> (1984)	X			
Kwan (1981)	X			
Lang e Litzenberger (1989)		X		
Lonkani e Ratchusanti (2007)	X			
Nissim e Ziv (2001)			X	
Nitta (2006)	X			
Pan (2006)		X		X
Petit (1972)	X			
Raaballe e Bechmann (2002)	X			
Vieira e Raposo (2007)		X		X
Watts (1973)		X		X
Yilmaz e Selcuk (2010)	X		X	

Como podemos verificar, a evidência sobre o conteúdo informativo por parte dos dividendos não é pacífica, o que explica a necessidade estudos adicionais sobre esta temática.

### **3. Amostra, Hipóteses e Metodologia**

Neste capítulo vamos explicar a selecção da nossa amostra, as hipóteses a testar e a metodologia utilizada. O nosso estudo é composto por países europeus, Portugal, França e Reino Unido e o objectivo do mesmo é testar qual a reacção do mercado ao anúncio de alterações na política de dividendos nestes três mercados.

#### **3.1. Amostra**

Nesta dissertação, vamos analisar três países europeus, Portugal, França e Reino Unido. Estes mercados diferem em algumas características. Como o mercado de capitais do Reino Unido é um dos mais desenvolvidos a nível europeu, os seus resultados podem ser comparados com os estudos realizados no âmbito do mercado dos EUA. Os outros mercados, Portugal e França têm uma menor dimensão e são caracterizados por uma menor liquidez.

As diferenças entre estes países estão também associadas à propriedade de capital. Em Portugal e em França existe uma maior concentração da propriedade de capital do que no Reino Unido e isso tende a mitigar o problema da assimetria de informação. Ou seja, existe uma diminuição da importância dos dividendos como mecanismo de sinalização e, consequentemente é de esperar que a reacção no preço das acções aos anúncios de mudanças de dividendos seja mais baixa nos países onde a propriedade é mais concentrada, ou seja, em Portugal e em França (Vieira e Raposo, 2007). Outro motivo que pode levar a conclusões diferentes entre estes países é a necessidade do uso dos dividendos como mecanismo de sinalização, que se espera seja menor em Portugal e em França, devido ao facto destes dois países se caracterizarem por um sistema de financiamento essencialmente bancário, enquanto o sistema de financiamento do Reino Unido se baseia no mercado de capitais.

Por último, outra razão para os resultados diferirem está relacionado com as normas legais que incluem a protecção dos accionistas das empresas. O Reino Unido é um país onde a assimetria de informação e os custos de agência são elevados, logo as empresas necessitam de sinalizar ao mercado a sua informação privada. Por outro lado, nos países onde a assimetria de informação é baixa, as empresas não têm tanta necessidade de utilizar o pagamento de dividendos para sinalizar as suas informações privadas.

Devido a todas estas características, é de esperar uma maior semelhança entre os resultados dos mercados português e francês, do que com o Reino Unido. Adicionalmente, espera-se ainda que a evidência de sinalização nestes países seja menor do que no Reino Unido, o que estará de acordo com os resultados obtidos por Vieira e Raposo (2007), e consonante com as conclusões de Goergen *et al.* (2005), em relação ao mercado alemão.

A nossa amostra é constituída pelos anúncios de dividendos das empresas com títulos cotados na *Euronext Lisboa* (EL), *Euronext Paris* (EP), ambas pertencentes à *NYSE Euronext*, e na *London Stock Exchange* (LSE). Embora tenhamos recolhido informações referentes aos dividendos para o período compreendido entre 2003 e 2010, como os nossos eventos são constituídos por variações de dividendos, a amostra final é composta pelas respectivas variações para o período compreendido entre 2004 e 2010.

Os dados foram recolhidos em duas bases de dados. Para a obtenção dos dados de natureza económico-financeira, recorreremos à base de dados *Datastream*. As datas de anúncio dos dividendos foram obtidas na *Bloomberg*.

Baseados no trabalho de Vieira e Raposo (2007), consideramos os seguintes filtros para que um anúncio fosse incluído na amostra:

1. A empresa não é uma instituição financeira. Este critério permite homogeneizar a amostra, pois as instituições financeiras apresentam diferentes regras contabilísticas;
2. A empresa tem os seus títulos cotados nas respectivas bolsas de valores no ano anterior e no ano seguinte aos respectivos eventos. Este critério controla as empresas que são cotadas e retiradas de cotação de um ano para o outro, minimizando o enviesamento da amostra relacionado com a sobrevivência das empresas;
3. Os dados financeiros das empresas estão disponíveis na base de dados *Datastream*, para o ano anterior e o posterior aos eventos de dividendos. As datas de anúncio estão disponíveis na base de dados *Bloomberg*;
4. A empresa pagou um dividendo ordinário no ano corrente e no anterior. Este critério exclui os eventos de início e omissão dos dividendos (dividendos extremos);
5. São excluídos os eventos que tenham anúncios que possam enviesar o efeito do anúncio de dividendos no período respectivo, como sejam os casos de *stock*

*splits*, dividendos especiais, e dividendos em acções.

Dado que o objectivo deste estudo é verificar qual a reacção do mercado às alterações na política de dividendos, consideramos três diferentes classes de eventos (aumentos, diminuições e dividendos constantes). A amostra inclui um total de 143 eventos para Portugal, correspondentes a 25 empresas, 1.981 eventos para França, associados a 375 empresas, e 2.927 eventos para o Reino Unido, referentes a 533 empresas.

A Tabela 1 mostra um resumo do número de eventos dos dividendos divididos pelas diferentes classes (aumentos, diminuições e dividendos constantes) incluídos na amostra, ou seja, depois de excluídos todos os eventos que não respeitem os filtros considerados.

**Tabela 1** - Selecção da amostra

	<b>Aumentos Dividendos (AD)</b>	<b>Diminuições Dividendos (DD)</b>	<b>Dividendos Constantes (DC)</b>	<b>Total</b>
<b>Portugal</b>	<b>67</b>	<b>26</b>	<b>50</b>	<b>143</b>
Percentagem dos eventos (%)	46,85	18,18	34,97	100
<b>França</b>	<b>1.081</b>	<b>352</b>	<b>548</b>	<b>1.981</b>
Percentagem dos eventos (%)	54,57	17,77	27,66	100
<b>Reino Unido</b>	<b>2.183</b>	<b>370</b>	<b>374</b>	<b>2.927</b>
Percentagem dos eventos (%)	74,58	12,64	12,78	100
<b>Total da Amostra</b>				<b>5.051</b>

Para Portugal existe um total de 143 eventos, 67 dos quais relativos a aumentos de dividendos, 26 a diminuições e 50 dividendos constantes. A partir destes dados pode-se concluir que a diminuição dos dividendos é o evento que se verifica com menor frequência pois, à luz da teoria da sinalização, um decréscimo nos dividendos é encarado negativamente pelo mercado. É ainda de salientar, que existe uma maior frequência dos aumentos de dividendos do que dos dividendos constantes.

Para a França existe um total de 1.981 eventos, 1.081 dos quais relativos a aumentos de dividendos, 352 a diminuições e 548 a dividendos constantes. As conclusões para esta amostra são idênticas às de Portugal, sendo de salientar que o evento dominante diz respeito aos aumentos de dividendos, ou seja, a maioria das empresas francesas no período em análise aumentaram os dividendos.

Para o Reino Unido existe um total de 2.927 eventos, 2.183 dos quais relativos a aumentos de dividendos, 370 a diminuições e 374 a dividendos constantes. Tal como nas

amostras anteriores, os aumentos de dividendos são o evento com maior frequência e as diminuições o evento com menor frequência. Uma diferença face às outras amostras é que as diminuições de dividendos e os dividendos constantes têm praticamente a mesma frequência, ou seja, existe uma maior tendência desta amostra em manter as suas políticas de dividendos inalteradas. A menor percentagem de diminuição de dividendos nesta amostra, sugere uma maior estabilidade dos dividendos neste mercado, o que é consistente com as conclusões de Lintner (1956).

A Tabela 2 mostra um resumo do número de eventos dos dividendos divididos pelos diferentes períodos considerados da amostra, ou seja, de 2004 e 2010.

**Tabela 2** - Frequência dos eventos de dividendos por anos

<b>Painel A - PORTUGAL</b>						
	<b>Aumentos dos Dividendos</b>		<b>Diminuições dos Dividendos</b>		<b>Dividendos Constantes</b>	
	<b>Número</b>	<b>Percentagem</b>	<b>Número</b>	<b>Percentagem</b>	<b>Número</b>	<b>Percentagem</b>
<b>2004</b>	8	11,94%	4	15,38%	5	10,00%
<b>2005</b>	4	5,97%	5	19,23%	10	20,00%
<b>2006</b>	14	20,90%	1	3,85%	5	10,00%
<b>2007</b>	10	14,93%	4	15,38%	6	12,00%
<b>2008</b>	15	22,39%	0	0,00%	7	14,00%
<b>2009</b>	10	14,93%	3	11,54%	10	20,00%
<b>2010</b>	6	8,96%	9	34,62%	7	14,00%
<b>Total</b>	<b>67</b>	<b>100,00%</b>	<b>26</b>	<b>100,00%</b>	<b>50</b>	<b>100,00%</b>

Como se pode observar no Painel A, os aumentos de dividendos vão decrescendo a partir do ano de 2008, provavelmente devido ao agravamento da situação económico-financeira e, consequentemente, da capacidade das empresas conseguirem sustentar um nível elevado de dividendos. Um facto interessante que se verifica é que em todos os anos, à excepção de 2010, as diminuições de dividendos são sempre o evento com menor frequência. No entanto, em 2010 constata-se que as empresas tiveram sérias dificuldades em aumentar ou mesmo manter os dividendos, tornando-se as diminuições de dividendos o evento mais frequente.



Painel B -FRANÇA						
	Aumentos dos Dividendos		Diminuições dos Dividendos		Dividendos Constantes	
	Número	Percentagem	Número	Percentagem	Número	Percentagem
2004	120	11,10%	36	10,23%	82	14,96%
2005	160	14,80%	50	14,20%	45	8,21%
2006	164	15,17%	38	10,80%	69	12,59%
2007	187	17,30%	32	9,09%	68	12,41%
2008	190	17,58%	34	9,66%	78	14,23%
2009	154	14,25%	75	21,31%	96	17,52%
2010	106	9,81%	87	24,72%	110	20,07%
Total	1.081	100,00%	352	100,00%	548	100,00%

No que diz respeito ao mercado Francês (Painel B) e ao aumento de dividendos, é de salientar que o ano em que ocorreram mais aumentos de dividendos foi o ano de 2008, tendo-se verificado um decréscimo destes nos anos seguintes. Em relação às diminuições e aos dividendos constantes, estes aumentam, o que pode sugerir que, tal como em Portugal, existe uma grande dificuldade das empresas francesas em manterem níveis elevados dos dividendos devido ao agravamento da situação económico-financeira.

Painel C – REINO UNIDO						
	Aumentos dos Dividendos		Diminuições dos Dividendos		Dividendos Constantes	
	Número	Percentagem	Número	Percentagem	Número	Percentagem
2004	271	12,41%	26	7,03%	54	14,44%
2005	297	13,61%	28	7,57%	50	13,37%
2006	334	15,30%	26	7,03%	42	11,23%
2007	354	16,22%	29	7,84%	45	12,03%
2008	405	18,55%	27	7,30%	38	10,16%
2009	299	13,70%	130	35,14%	52	13,90%
2010	223	10,22%	104	28,11%	93	24,87%
Total	2.183	100,00%	370	100,00%	374	100,00%

De acordo com o Painel C, pode verificar-se que 2008 apresenta o maior número de aumentos de dividendos, tendo este tipo de eventos diminuído nos anos seguintes. O facto do número de eventos referentes a dividendos constantes aumentarem nos últimos anos, pode sugerir a evidência de que as empresas, embora com dificuldades, preferem manter o nível dos dividendos pois, à luz da teoria da sinalização, se estas diminuem os dividendos, esse facto pode ser interpretado pelo mercado como um mau sinal, provocando uma descida do preço das acções respectivas.

Em suma, e de um modo geral, o ano de 2009 é o que regista a maior diminuição dos aumentos de dividendos, o que pode estar relacionado com o agravamento da situação económico-financeira global, dado que as empresas sentiram dificuldade em sustentar as suas políticas de dividendos com níveis elevados. Contudo, esta evidência pode igualmente estar relacionada com a tendência que se tem verificado na menor propensão por parte das empresas em distribuírem dividendos (Fama e French, 2001; Grullon e Michaely, 2002; Eije e Megginson, 2008).

A predominância dos aumentos de dividendos sobre os dividendos constantes e as diminuições nos três países é consistente com resultados anteriores de que as empresas apresentam relutância em diminuir os dividendos (Lintner, 1956).

A Tabela 3 mostra um resumo dos resultados do nosso estudo, bem como de outros entretanto levados a cabo. O objectivo desta tabela é permitir a comparação de resultados de diferentes estudos.

**Tabela 3** - Comparação de resultados de diferentes estudos

Estudos	Mercado	Período	Percentagem dos Dividendos		
			Aumentos	Diminuições	Constantes
Nosso estudo	Portugal	2004-2010	46,85	18,18	34,97
	França	2004-2010	54,57	17,77	27,66
	Reino Unido	2004-2010	74,58	12,64	12,78
Nissim e Ziv (2001)	EUA	1963-1997	38,1	59,7	2,2
Lonkani e Ratchusant (2007)	Tailândia	1994-2004	33,85	54,54	11,61
Yilmaz e Selcuk (2010)	Istambul	2005-2008	47,83	39,67	12,5
Vieira e Raposo (2007)	Portugal	1989-2002	41,6	26,6	31,8
	França	1995-2002	66,00	16,60	17,4
	Reino Unido	1995-2002	81,2	10,5	8,3

Para todas as amostras do nosso estudo, o tipo de eventos que revela uma maior frequência é o respeitante a aumentos de dividendos, tal como acontece nos estudos de Vieira e Raposo (2007) e de Yilmaz e Selcuk (2010). Os resultados de Nissim e Ziv (2001) e Lonkani e Ratchusant (2007) revelam uma maior frequência de diminuições dos dividendos. Para o caso dos mercados português e francês, os nossos resultados são idênticos aos de Vieira e Raposo (2007). Contudo, o mesmo não acontece na amostra referente ao Reino Unido. Enquanto na nossa amostra, os dividendos constantes são mais frequentes que as diminuições (embora ligeiramente), no estudo de Vieira e Raposo (2007),

as diminuições são mais frequentes do que os dividendos constantes. Esta diferença poderá ser justificada pelo diferente horizonte temporal usado nas duas amostras.

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas de algumas das variáveis utilizadas nos testes estatísticos, como sejam o Dividendo por Acção (DPA), o *Payout Ratio*, Rácio de endividamento (RE), Rendibilidade do Capital Próprio (RCP) e os Impostos (RAI/RL). Todas as variáveis foram consideradas no final do ano fiscal antes do anúncio de dividendos.

**Tabela 4 - Estatísticas Descritivas**

Painel A - Portugal			
Todos os eventos (N=143)			
	Média	Mediana	Desvio Padrão
DPA (€)	0,220	0,100	0,591
<i>Payout Ratio</i> (%)	40,120	39,910	29,903
<i>Dividend Yield</i>	3,250	2,555	3,259
Rácio de Endividamento	0,665	0,683	0,172
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	20,542	13,153	0,552
Dividendos Constantes (N=50)			
DPA (€)	0,197	0,0600	2,636
<i>Payout Ratio</i> (%)	34,602	30,000	0,856
<i>Dividend Yield</i>	3,260	2,6000	0,668
Rácio de Endividamento	0,669	0,712	0,180
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	35,187	13,690	2,790
Aumento de Dividendos (N=67)			
DPA (€)	0,194	0,1400	1,299
<i>Payout Ratio</i> (%)	48,785	47,830	0,507
<i>Dividend Yield</i>	3,768	2,880	0,794
Rácio de Endividamento	0,685	0,694	0,189
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	14,445	13,525	0,637
Diminuição de Dividendos (N=26)			
DPA (€)	0,3623	0,055	2,842
<i>Payout Ratio</i> (%)	51,702	56,500	0,549
<i>Dividend Yield</i>	3,593	2,20	1,145
Rácio de Endividamento	0,6703	0,7147	0,321
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	12,806	11,607	0,874

A amostra portuguesa apresenta, para o total dos eventos, um DPA médio de 0,22 euros e uma mediana de 0,1. O *payout ratio* médio é de 40,12%, com uma mediana de 39,91%. De acordo com estes valores, as empresas portuguesas distribuem menos de metade dos seus resultados aos accionistas, via dividendos. O *dividend yield* médio é de 3,25%, com

uma mediana de 2,555%. Em termos de rendimento proporcionado aos accionistas no que respeita à componente dividendos, a amostra apresenta valores relativamente baixos, o que significa que os dividendos efectivamente pagos pela empresa aos accionistas não têm uma proporção relevante do preço pago pela acção. O rácio de endividamento médio é de 0,665. Dado que o rácio de endividamento determina a dependência face a capitais alheios, parece-nos que o seu valor é elevado, sugerindo que a amostra portuguesa é composta por empresas com elevados níveis de dívida. No que diz respeito à Rendibilidade do Capital Próprio, o seu valor médio é de 20,542%. A rendibilidade do capital próprio mede a eficiência com que as empresas utilizam os capitais pertencentes aos seus sócios ou accionistas apresentando um valor baixo.

Painel B - França			
Todos os eventos (N = 1.981)			
	Média	Mediana	Desvio Padrão
DPA (€)	2,572	0,550	12,697
Payout Ratio (%)	33,699	30,440	26,254
Dividend Yield	3,543	2,330	15,335
Rácio de Endividamento	0,591	0,593	0,466
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	4,792	1,116	18,446
Dividendos Constantes (N=548)			
DPA (€)	3,859	0,625	4,671
Payout Ratio (%)	35,314	32,890	0,743
Dividend Yield	3,385	2,810	0,839
Rácio de Endividamento	0,565	0,574	0,423
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	4,813	9,001	10,47
Aumento de Dividendos (N=1.081)			
DPA (€)	2,551	0,900	4,237
Payout Ratio (%)	38,502	34,290	0,622
Dividend Yield	3,124	2,430	2,065
Rácio de Endividamento	0,575	0,5867	0,367
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	12,345	12,670	1,361
Diminuição de Dividendos (N=352)			
DPA (€)	3,906	0,500	4,227
Payout Ratio (%)	38,843	36,920	0,705
Dividend Yield	3,205	2,390	1,236
Rácio de Endividamento	0,580	0,588	0,529
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	2,951	7,004	10,609

A amostra francesa apresenta, para o total dos eventos, um DPA médio de 2,572 euros e uma mediana de 0,55. O *payout ratio* médio é de 33,70%, com uma mediana de 30,44%.

O *dividend yield* médio é de 3,54%, com uma mediana de 2,33%. O rácio de endividamento médio é de 0,591 e a RCP apresenta uma média de 4,792%. Em geral, a amostra francesa apresenta características semelhantes à amostra portuguesa. Contudo, é de salientar que no caso das empresas francesas, embora a percentagem de resultados distribuídos seja inferior, o DPA é mais elevado.

Painel C - Reino Unido			
Todos os eventos (N = 2.927)			
	Média	Mediana	Desvio Padrão
DPA (£)	9,731	5,230	14,964
Payout Ratio (%)	37,813	36,795	25,153
Dividend Yield	3,536	2,670	13,733
Rácio de Endividamento	0,560	0,546	0,370
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	24,363	11,773	4,603
Dividendos Constantes (N=374)			
DPA (£)	9,835	6,000	1,491
Payout Ratio (%)	49,404	49,380	26,188
Dividend Yield	4,354	4,0600	0,740
Rácio de Endividamento	0,504	0,508	0,2120
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	13,834	7,707	7,864
Aumento de Dividendos (N=2.183)			
DPA (£)	12,660	7,500	1,337
Payout Ratio (%)	41,441	39,810	0,507
Dividend Yield	3,538	2,7900	3,527
Rácio de Endividamento	0,559	0,5494	0,428
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	15,392	14,187	8,617
Diminuição de Dividendos (N=370)			
DPA (£)	6,435	3,000	1,444
Payout Ratio (%)	33,078	30,770	0,891
Dividend Yield	5,041	3,120	1,547
Rácio de Endividamento	0,544	0,537	0,412
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	2,311	5,001	21,531

A amostra do Reino Unido apresenta, para o total dos eventos, um DPA médio de 9,731 libras e uma mediana de 5,23 libras. O *payout ratio* médio é de 37,81%, e o *dividend yield* médio é de 3,54%, com uma mediana de 2,67%. O rácio de endividamento apresenta uma média de 0,56 e a RCP média ronda os 24,363%. Em geral, a amostra do Reino Unido apresenta um DPA médio mais elevado do que as restantes amostras, encontrando-se as respectivas empresas menos endividadas.

Comparando os valores para cada tipo de evento de dividendos, os resultados são um

pouco contraditórios pois à partida o evento diminuições de dividendos deveria estar associado a uma posição financeira mais débil, o que na realidade não acontece. Por exemplo, o rácio de endividamento para este tipo de eventos devia apresentar o valor mais elevado pois, à partida, empresas que diminuem os dividendos estão muito endividadas, o que não acontece (Eije e Megginson, 2008).

### 3.2. Formulação das hipóteses

A fim de podermos verificar a presença de conteúdo informativo do anúncio da variação dos dividendos para a nossa amostra, vamos formular as hipóteses a testar.

De acordo com a teoria da sinalização, um aumento dos dividendos é visto pelo mercado como uma boa notícia, já que é um sinal de que os gestores têm boas perspectivas de evolução futura em relação à empresa, acontecendo o contrário em relação à diminuição dos dividendos. Assim, o anúncio de aumento de dividendos estará associado a um aumento do preço das acções da empresa, enquanto o anúncio da diminuição dos dividendos implicará uma reacção negativa por parte do mercado. Assim, de acordo com a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, espera-se uma relação positiva entre a variação dos dividendos e a respectiva reacção de mercado.

Neste contexto, formulamos a nossa primeira hipótese, na sua forma alternativa:

*H<sub>1</sub>: Existe uma relação directa entre a variação dos dividendos e a reacção no preço das acções no período de anúncio.*

Adicionalmente, esperamos que a reacção seja tanto mais forte, quanto maior for a variação do dividendo, o que nos leva a formular a próxima hipótese:

*H<sub>2</sub>: Existe uma relação directa entre a magnitude da variação dos dividendos e a respectiva reacção de mercado.*

Se um aumento de dividendos está associado a perspectivas favoráveis de evolução futura da empresa, espera-se também, pelo menos teoricamente, que este desempenho se traduza favoravelmente nos resultados futuros da empresa, devendo acontecer o contrário no caso de uma diminuição dos dividendos. Assim, espera-se igualmente uma relação directa entre o anúncio da variação dos dividendos e a evolução dos resultados futuros.

Neste contexto, formulamos a seguinte hipótese:

*H<sub>3</sub>: Existe uma relação directa entre a variação dos dividendos e os resultados futuros da empresa.*

Por fim, gostaríamos de identificar os factores determinantes da política de dividendos das empresas. Neste contexto, formulou-se a última hipótese:

*H<sub>4</sub>: Existem variáveis específicas das empresas que influenciam o pagamento de dividendos.*

### **3.3. Metodologia**

Depois de formularmos as hipóteses, vamos apresentar a metodologia a seguir, a fim de as podermos testar.

A nossa amostra é composta por dados em painel não balanceados, pelo que recorreremos aos modelos em dados painel, que têm a vantagem de combinar simultaneamente as alterações ao longo do tempo com as diferentes empresas. Esta técnica permite uma estimação mais completa e mais eficiente dos modelos econométricos pois possibilita aumentar o número de observações, o que se torna particularmente útil e importante quando a pequena dimensão das amostras afectam os graus de liberdade. Esta metodologia permite ainda eliminar a heterogeneidade.

No estudo vamos utilizar as técnicas de regressão usuais para estimar modelos com dados de painel, ou seja, o método *pooled* dos mínimos quadrados (PMQ), o modelo dos efeitos fixos (MEF) e o modelo dos efeitos aleatórios (MEA). A fim de seleccionarmos o modelo mais adequado, recorreremos à estatística F e ao teste de Hausman (1978). Inicialmente, comparamos o PMQ e o MEF com a estatística F, que testa a hipótese nula dos termos constantes serem todos semelhantes. De acordo com a hipótese nula, o estimador eficiente é o PMQ. Se este for o melhor modelo para a estimativa, significa que não existe um efeito significativo relacionado com as diferentes empresas. Posteriormente, e recorrendo ao teste de Hausman que testa a hipótese nula de que o modelo MEA é o apropriado para uma determinada amostra quando comparado com o modelo MEF, é possível decidir qual destes dois modelos apresenta a melhor estimativa para o conjunto de dados. A hipótese nula ocorre quando os coeficientes são semelhantes nos dois modelos. Quando se rejeita a hipótese nula, optamos pelo MEF.

Começamos por testar a estabilidade da política de dividendos dos diferentes países europeus. Baseados no estudo de Omet (2004), usamos o seguinte modelo:

$$Di,t = \alpha_i + \beta_1 RPA_{i,t} + \beta_2 Di,t-1 + \varepsilon_{i,t} \quad [1]$$

Onde:

$Di,t$  = dividendo por acção da empresa  $i$ , anunciado no ano  $t$ ;

$RPA_{i,t}$  = resultados por acção da empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$Di,t-1$  = dividendo por acção da empresa  $i$ , anunciado no ano  $t-1$ ;

$\varepsilon_{i,t}$  = termo de erro.

Para este teste, consideramos o número total de dividendos do período da amostra. Este modelo permite verificar a estabilidade da política de dividendos das empresas da amostra, bem como comparar as nossas conclusões com os resultados do modelo de Lintner (1956) e de outros estudos mais recentes.

A taxa de ajustamento dos dividendos ( $a = 1 - \beta_2$ ) reflecte a velocidade a que a empresa ajusta o seu pagamento de dividendos ao seu rácio de dividendos objectivo e exprime a propensão a curto prazo para a empresa reter resultados. O coeficiente  $p$  ( $p = \beta_1/a = \beta_1/(1 - \beta_2)$ ) é um indicador da política de distribuição de dividendos, que exprime a propensão a longo prazo para a empresa pagar dividendos.

### Metodologia para testar a Hipótese 1

Assumimos que os dividendos seguem um passeio aleatório (*random walk*), pelo que as variações dos dividendos são usadas como *proxy* para as variações não esperadas dos dividendos. Embora o Reino Unido geralmente distribua dividendos trimestralmente, vamos analisá-los em termos anuais, uma vez que a *Datastream* só fornece o DPA anual, e os outros dois mercados apresentam pagamentos anuais de dividendos.

Por norma, as empresas do Reino Unido anunciam os resultados e os dividendos simultaneamente, pelo que se torna difícil separar os efeitos do anúncio de dividendos e do anúncio de resultados. Assim, e seguindo a metodologia de Vieira e Raposo (2007), tivemos necessidade de adaptar a metodologia, a fim de obviar este problema. Assim, o impacto do anúncio dos resultados é examinado dividindo a amostra total em quatro categorias, como mostra o quadro 2:

**Quadro 2** - Tipo de eventos considerados, de acordo com a relação com dividendos e resultados

		Dividendos	
		Aumentos	Diminuições
Resultados	Aumentos	ADAR	DDAR
	Diminuições	ADDR	DDDR



Deste modo, iremos analisar as seguintes situações relativas à relação entre os dividendos e os resultados, ou seja, aumento de dividendos - aumento de resultados (ADAR), diminuição de dividendos – aumento de resultados (DDAR), aumento de dividendos - diminuição de resultados (ADDR) e diminuição de dividendos – diminuição de resultados (DDDR).

A adaptação consistirá em dividir a amostra neste tipo de eventos, ou considerando variáveis *dummy* para distinguir as diferentes situações na regressão, em ordem a isolar o impacto do anúncio dos dividendos e investigar se os dividendos fornecem informações além daquela que é fornecida pelo anúncio de resultados.

As variações dos dividendos correspondem à diferença entre o dividendo anunciado num determinado período (ano t) e o dividendo anunciado no período anterior (ano t-1), dividida pela cotação da acção no dia do anúncio, como mostra a expressão seguinte<sup>11</sup>.

$$\Delta D_{i,t} = \frac{DPA_{i,t} - DPA_{i,t-1}}{P_{i,0}} \quad [2]$$

Existe evidência de que variações dos dividendos provocam uma reacção no preço das acções no mesmo sentido se a rendibilidade anormal for significativa. Para medir essa reacção, e seguindo Vieira e Raposo (2007), optamos por determinar a rendibilidade anormal de acordo com o método *buy-and-hold abnormal returns* (BHARs). A rendibilidade anormal para a acção é definida como o produto geométrico da acção, subtraindo o produto geométrico do índice de mercado. Portanto, a rendibilidade anormal *buy-and-hold* para a acção i de a até b [BHAR<sub>i(a até b)</sub>] é determinada através do seguinte modelo:

$$BHAR_{i(aatéb)} = \prod_{t=a}^b (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=a}^b (1 + R_{m,t}) \quad [3]$$

O período de tempo a até b constitui 4 dias de negociação (t= -2, -1, 0 e +1).

Para explorar a relação entre as variações de dividendos e a reacção no preço das acções no período de anúncio, recorre-se à seguinte regressão:

$$BHAR = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos \quad [4]$$

---

<sup>11</sup> Gostaríamos de considerar apenas as variações não esperadas dos dividendos, ou seja, as variações de dividendos que constituem surpresa para o mercado. Contudo, não tivemos acesso às previsões dos analistas financeiros, pelo que nos foi impossível aplicar esta variação.

Se as variações dos dividendos provocarem alterações significativas no preço das acções, como sugere a teoria da sinalização, então os valores de  $\beta$  vão ser positivos e estatisticamente significativos. Consideramos a variável de controlo impostos, dado que este factor é tido como um dos determinantes da estrutura de capital das empresas (Elton e Gruber, 1970 e Kalay, 1982).

### Metodologia para testar a Hipótese 2

Esta hipótese tem como objectivo medir até que ponto variações dos dividendos com magnitudes significativas influenciam a reacção do mercado. Assim, para este tipo de teste, consideramos as variações dos dividendos como sendo o quociente entre a variação do dividendo e o dividendo anunciado no ano t-1, como mostra a seguinte expressão.

$$\Delta D_{i,t} = \frac{D_{i,t} - D_{i,t-1}}{D_{i,t-1}} \quad [5]$$

As variações consideradas para este teste são os aumentos de dividendos cuja variação seja superior a 10% e as diminuições dos dividendos cuja variação seja inferior a -10%. O facto de considerarmos a magnitude da variação dos dividendos pode obviar o facto de não termos usado as variações não esperadas dos dividendos. Este teste vai-nos permitir testar até que ponto alterações substanciais na variação dos dividendos influenciam a reacção do mercado no período de anúncio dos dividendos.

Para explorar esta reacção, considerou-se a seguinte regressão:

$$BHAR = \alpha + \beta_1 \times AD + \beta_2 \times DD + \beta_5 \times impostos \quad [6]$$

### Metodologia para testar a Hipótese 3

A hipótese 3 tem como objectivo verificar se as variações dos dividendos transmitem informações acerca do desempenho futuro da empresa, como sugere a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos.

Expressamos a variação dos resultados como o quociente da diferença entre os resultados no ano t e no ano t-1 e o *book value* das acções no ano t, como mostra a expressão seguinte:

$$\Delta R_{i,t} = \frac{(R_{i,t} - R_{i,t-1})}{BV_{i,t}} \quad [7]$$

Como tal, e a fim de testar se as variações dos dividendos transmitem informações acerca do desempenho futuro da empresa, considerou-se a seguinte regressão:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos + \beta_6 \times RCP \quad [8]$$

#### **Metodologia para testar a Hipótese 4**

Este teste tem como objectivo identificar variáveis específicas das empresas que sejam determinantes para a decisão da distribuição de resultados aos accionistas, sob a forma de dividendos.

De acordo com as teorias associadas à política de dividendos, bem como testes empíricos entretanto realizados (e.g., Eije e Megginson, 2008 e Ribeiro, 2010), consideramos como variáveis explicativas a rendibilidade do capital próprio (RCP), o endividamento, os impostos, a liquidez (WC) e o resultado líquido. Como variável dependente, considerámos o *payout ratio*.

Para tal, recorreremos à seguinte regressão:

$$PayoutRatio = \alpha + \beta_1 \times RCP + \beta_2 \times RáciodeEndvidamento + \beta_5 \times impostos + \beta_6 \times WorkingCapital + \beta_7 \times RLE \quad [9]$$

#### 4. Resultados Empíricos

Neste capítulo apresentamos os resultados empíricos, com o intuito de testar as hipóteses anteriormente formuladas.

Começamos por analisar a estabilidade da política dos dividendos, recorrendo à regressão [1], cujos resultados estão expostos na Tabela 5.

**Tabela 5** - Modelo de Lintner

$Di,t = \alpha_i + \beta_1 RPA_{i,t} + \beta_2 Di,t-1 + \varepsilon_{i,t}$			
Painel A: Portugal			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,0169 (0,0137)	<b>0,0862***</b> ( <b>0,0316</b> )	0,0169 (0,0137)
$RPA_{i,t}$	0,0540*** (0,0126)	<b>0,0363**</b> ( <b>0,0155</b> )	0,0540*** (0,0126)
$Div_{i,t-1}$	0,954*** (0,0230)	<b>0,626***</b> ( <b>0,141</b> )	0,954*** (0,0230)
N		<b>149</b>	
Teste F	0,8860		
Hausman		0,2436	
R <sup>2</sup>	0,922	<b>0,173</b>	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Através do teste F chegamos à conclusão que esta estatística é significativa, pelo que a hipótese nula dos termos serem todos constantes é rejeitada, não sendo o modelo PMQ o mais eficiente. Assim, recorre-se ao teste de Hausman para comparar os resultados do MEF e do MEA, a fim de verificar qual destes é o modelo mais adequado. O valor do respectivo teste permite-nos chegar à conclusão de que se rejeita a hipótese nula de que os termos são constantes. Assim, concluímos que o modelo MEF é o mais apropriado, pelo que vamos analisar os respectivos resultados.

Para a amostra portuguesa, a metodologia é aplicada a 149 observações, para um total de 67 empresas. O valor da constante é positivo e estatisticamente significativo, sugerindo que as empresas são relutantes em diminuir os seus dividendos. Adicionalmente verifica-se que ambas as variáveis independentes têm poder de explicação em relação à variável dependente, ou seja, os dividendos do período estão significativamente e positivamente relacionados com os resultados do período ( $RPA_{i,t}$ ) e com os dividendos do período anterior ( $DPS_{i,t-1}$ ), de acordo com o esperado. Deste modo, podemos verificar que os dividendos do período são tanto mais elevados quanto maiores os resultados verificados, bem como quanto maiores os dividendos do período anterior, o que é consistente com o modelo de Lintner (1956).

O coeficiente de ajustamento dos dividendos é de 0,374 (1-0,626), o que sugere que as empresas portuguesas tendem a adoptar, em alguma medida, uma política de dividendos relativamente estável. Este valor é diferente do valor encontrado por Benzinho (2004) e Vieira e Raposo (2007), contudo, o período analisado é diferente.

Seguidamente, apresentamos os resultados para a amostra Francesa.

$Di,t = \alpha_i + \beta_1 RPA_{i,t} + \beta_2 Di,t-1 + \varepsilon_{i,t}$			
Painel B: França			
Coeficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,120* (0,0651)	1,650*** (0,0755)	0,120* (0,0651)
$RPA_{i,t}$	-0,0249*** (0,00741)	0,0045 (0,00653)	-0,0249*** (0,00741)
$Div_{i,t-1}$	0,997*** (0,00485)	0,421*** (0,0198)	0,997*** (0,00485)
N		2.110	
Teste F	1,0163		
Hausman		0,6644	
$R^2$	0,954	0,209	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Para o caso francês, este teste é aplicado a 2.110 observações, correspondendo a um total de 375 empresas. Através do teste F e do teste de Hausman, concluímos que o modelo mais eficiente é o modelo dos efeitos fixos, pelo que analisamos os respectivos resultados. O valor da constante é positivo e estatisticamente significativo, dando a indicação que as empresas são relutantes em diminuir os seus dividendos, o que está de acordo com os resultados obtidos no caso do mercado português. Adicionalmente, verifica-se que a única variável com poder explicativo quanto aos dividendos do período, é o dividendo do período anterior ( $DPS_{i,t-1}$ ), indicando que o valor dos dividendos de um determinado ano é influenciado pelo valor dos dividendos distribuídos no ano anterior. Este coeficiente é estatisticamente significativo, e positivo, tal como esperado. O seu valor (0,421) sugere que a política de dividendos é menos previsível no mercado francês do que em Portugal. Em geral, os resultados sugerem que não existe uma preocupação dos gestores das empresas francesas em adoptarem uma política de dividendos estável, o que está em consonância com as conclusões de Omet (2004) e de Vieira e Raposo (2007), para este mercado.

Seguidamente, apresentamos os resultados para a amostra do Reino Unido.

$Di,t = \alpha_i + \beta_1 RPA_{i,t} + \beta_2 Di,t-1 + \varepsilon_{i,t}$			
Painel C: Reino Unido			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,475*** (-0,117)	3,477*** (-0,198)	1,010*** (-0,179)
$RPA_{i,t}$	0,0649*** (-0,00366)	0,0569*** (-0,00357)	0,0625*** (-0,00355)
$Div_{i,t-1}$	1,004*** (-0,00653)	0,709*** (-0,0174)	0,952*** (-0,00954)
N		3.116	
Teste F	0,9293		
Hausman		1,2150	
R <sup>2</sup>	0,885	0,408	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Mais uma vez, e após a análise do teste F e do teste de Hausman, chegámos à conclusão que o modelo mais eficiente para a amostra do Reino Unido é o modelo MEF. A metodologia adoptada permite analisar um total de 3.116 observações, correspondentes a 533 empresas. Em conformidade com os resultados das amostras de Portugal e França, podemos observar que o valor da constante é positivo e estatisticamente significativo, sugerindo que as empresas do Reino Unido são relutantes em diminuir os seus dividendos, o que vai ao encontro das conclusões de Archbold e Vieira (2011), entre outros autores. Adicionalmente, verifica-se que tanto os resultados do período ( $RPA_{i,t}$ ) como os dividendos do período anterior ( $DPS_{i,t-1}$ ) influenciam, significativa e positivamente, os dividendos do período.

O coeficiente referente a  $DPS_{i,t-1}$  é elevado (0,709), à semelhança dos resultados obtidos no mercado americano (Dewenter e Warther, 1998; Aivazian *et al.*, 2003). Este resultado permite-nos concluir que as empresas do Reino Unido se preocupam com a estabilidade dos dividendos, tal como preconiza o modelo de Lintner (1956).

Em jeito de conclusão, e comparando os resultados das três amostras, podemos dizer que encontrámos evidência capaz de suportar o modelo de Lintner para as amostras de Portugal e do Reino Unido, sugerindo que a política de dividendos mais frequente se baseia na manutenção dos dividendos ao longo dos anos, verificando-se aumentos nestes apenas quando existem perspectivas, por parte das empresas, de que o respectivo crescimento pode ser sustentado no futuro. No que diz respeito à amostra francesa, os resultados evidenciam que as empresas não mantêm uma política de dividendos estável, o que é um indício de que a política de dividendos não é um meio importante de sinalização, tal como previsto.

## Resultados da primeira hipótese

Para analisar a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e a subsequente alteração dos preços das acções, recorremos ao modelo de regressão [4], cujos resultados estão apresentados na Tabela 6. Para todas as amostras, o modelo mais apropriado é MEF, pelo que passamos a comentar os respectivos resultados.

**Tabela 6** - Regressão da reacção do mercado às variações dos dividendos

$BHAR = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos$			
Painel A: Portugal			
Coeficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,0107 (-0,0133)	<b>0,0219</b> <b>(-0,0133)</b>	0,0134 (-0,0147)
ADAR	-0,0264 (-0,0183)	<b>-0,0406**</b> <b>(-0,0189)</b>	-0,0324* (-0,0176)
ADDR	0,000214 (-0,0238)	<b>-0,017</b> <b>(-0,0254)</b>	-0,00701 (-0,0233)
DDAR	0,0101 (-0,0279)	<b>-0,00841</b> <b>(-0,0286)</b>	0,0029 (-0,0268)
DDDR	-0,0135 (-0,0392)	<b>-0,023</b> <b>(-0,0456)</b>	-0,0156 (-0,0384)
Impostos	-0,0016 (-0,00145)	<b>-0,00258</b> <b>(-0,00163)</b>	-0,00203 (-0,00146)
N		<b>94</b>	
Teste F	0,2736		
Hausman		2,1312	
R <sup>2</sup>	0,046	<b>0,082</b>	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

No caso da amostra portuguesa, apenas o coeficiente referente a ADAR é estatisticamente significativo. Contudo, ao contrário do esperado, apresenta um coeficiente negativo, o que contraria o previsto pela teoria da sinalização, pois indicia que o mercado reage negativamente a anúncios de aumento de dividendos e resultados. Este resultado sugere que o mercado não valoriza este tipo de notícias, ou, alternativamente, não compreende a notícia.

Dado que, de um modo geral, as variáveis são estatisticamente não significativas, não rejeitamos a hipótese nula de que existe uma relação directa entre as variações dos dividendos e a reacção do preço de mercado das acções, não encontrando assim suporte para a hipótese 1.

O painel B apresenta os resultados referentes à amostra francesa.

$BHAR = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos$			
<b>Painel B: França</b>			
<b>Coefficiente</b>	<b>PMQ</b>	<b>MEF</b>	<b>MEA</b>
<b>Constante</b>	0,00658*** (-0,00189)	<b>0,00597***</b> <b>(-0,00196)</b>	0,00627*** (-0,00206)
<b>ADAR</b>	0,00167 (-0,00332)	<b>0,00223</b> <b>(-0,00368)</b>	0,00179 (-0,00334)
<b>ADDR</b>	0,00124 (-0,00519)	<b>0,00188</b> <b>(-0,00559)</b>	0,00135 (-0,00518)
<b>DDAR</b>	0,00599 (-0,00679)	<b>0,0111</b> <b>(-0,00728)</b>	0,00739 (-0,00677)
<b>DDDR</b>	0,00542 (-0,00632)	<b>0,0107</b> <b>(-0,00684)</b>	0,00728 (-0,00631)
<b>Impostos</b>	-0,00005 (-0,00014)	<b>-0,00015</b> <b>(-0,00015)</b>	-0,00007 (-0,00014)
<b>N</b>		<b>2.062</b>	
<b>Teste F</b>	1,0819		
<b>Hausman</b>		9,8456	
<b>R<sup>2</sup></b>	0,001	<b>0,003</b>	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

O termo constante é positivo e estatisticamente significativo, mostrando a existência de um impacto significativo do anúncio de dividendos constantes na respectiva reacção do mercado, o que não está de acordo com o previsto pela hipótese da sinalização dos dividendos. Como sugerem Vieira e Raposo (2007), este facto pode estar associado ao desaparecimento de dúvidas acerca dos dividendos, por parte dos investidores. Relativamente às restantes variáveis, nenhuma delas apresenta valores estatisticamente significativos, pelo que, de um modo geral, e à semelhança dos resultados obtidos para Portugal, não se rejeita a hipótese nula associada à hipótese 1. Assim, não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese de conteúdo informativo dos dividendos.

Finalmente, aprestamos os resultados da regressão [4] para o mercado do Reino Unido.



$BHAR = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos$			
Painel C: Reino Unido			
Coeficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,0117*** (-0,00205)	<b>0,0119***</b> <b>(-0,00218)</b>	0,0116*** (-0,00213)
ADAR	0,00272 (-0,00302)	<b>0,00163</b> <b>(-0,00342)</b>	0,0026 (-0,00303)
ADDR	-0,00289 (-0,00491)	<b>-0,00423</b> <b>(-0,00535)</b>	-0,00296 (-0,0049)
DDAR	0,0158* (-0,00831)	<b>0,0201**</b> <b>(-0,00904)</b>	0,0165** (-0,0083)
DDDR	0,00301 (-0,00823)	<b>0,00876</b> <b>(-0,00886)</b>	0,00384 (-0,00821)
Impostos	0,00003 (-0,00005)	<b>0,00003</b> <b>(-0,00005)</b>	0,00003 (-0,00005)
N		<b>3.082</b>	
Teste F	1,1078		
Hausman		1,6948	
R <sup>2</sup>	0,002	<b>0,003</b>	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

À semelhança dos resultados obtidos na amostra anterior, o termo constante é positivo e estatisticamente significativo, contrariando a hipótese da sinalização. O coeficiente associado ao evento DDAR apresenta um valor positivo e estatisticamente significativo, evidenciando que, apesar dos dividendos terem diminuído, o impacto do anúncio do aumento de resultados é mais forte, provocando uma reacção positiva na cotação das acções. Esta evidência sugere que o sinal dominante da informação enviada ao mercado advém dos resultados, e não dos dividendos, o que é consistente com as conclusões de DeAngelo *et al.* (1992), Abeyratna e Power (2002) e Vieira e Raposo (2007), entre outros. Todos os outros coeficientes apresentam valores estatisticamente não significativos, pelo que, de um modo geral, não existe uma relação significativa entre a variação dos dividendos e a subsequente reacção do mercado.

Em termos globais, considerando as três amostras, os resultados evidenciam que não existe uma relação significativa entre o anúncio da variação dos dividendos e dos resultados, e o respectivo preço das acções. Assim, não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese de que existe uma relação directa entre a variação dos dividendos e a reacção no preço das acções no período de anúncio ( $H_1$ ). Deste modo, as nossas conclusões são consistentes com os estudos que não encontraram evidência de uma reacção significativa do mercado ao anúncio da variação dos dividendos, como sejam os estudos de Benartzi *et al.* (1997), Goergen *et al.* (2005), Pan (2006), Denis e Osobov (2008), Hussainey e Aal-Eisa (2009) e Ali (2010).

## Resultados da segunda hipótese

O facto de não termos encontrado evidência de uma reacção significativa do mercado ao anúncio da variação de dividendos, pode dever-se ao facto de estarmos a utilizar como variações de dividendos, a diferença entre o dividendo de um determinado ano e o dividendo do ano anterior. Contudo, esta alteração pode não espelhar as variações não esperadas, ou seja, aquelas que trazem informação adicional para o mercado. Para medir as variações que são de facto surpresa para o mercado, deveríamos contrapor o dividendo de um determinado período com as estimativas de dividendos que entretanto tinham sido enviadas para o mercado. Contudo, não temos ao nosso dispor este tipo de informação, pelo que optámos por fazer uma análise alternativa, considerando como variações de dividendos apenas as alterações de magnitude superior a 10% no caso do AD e inferiores a -10%, no caso de DD.

Os resultados referentes à regressão [6], que considera este critério, encontram-se apresentados na Tabela 7. Mais uma vez, para todas as amostras, o modelo mais robusto é o MEF, pelo que são esses os resultados que vamos analisar.

**Tabela 7** - Regressão da reacção do mercado às variações dos dividendos com determinada magnitude

$BHAR = \alpha + \beta_1 \times AD + \beta_2 \times DD + \beta_5 \times impostos$			
Painel A: Portugal			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,00856 (-0,0144)	<b>0,00923</b> <b>(-0,0146)</b>	0,0072 (-0,0156)
AD	-0,0134 (-0,0174)	<b>-0,0118</b> <b>(-0,0185)</b>	-0,0134 (-0,0171)
DD	0,00495 (-0,0249)	<b>-0,00303</b> <b>(-0,0262)</b>	0,0028 (-0,0241)
Impostos	-0,0016 (-0,00145)	<b>-0,00191</b> <b>(-0,00164)</b>	-0,00178 (-0,00146)
N		<b>94</b>	
Teste F	0,4410		
Hausman		1,7412	
R <sup>2</sup>	0,022	<b>0,022</b>	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Neste caso, não existe nenhuma variável que seja estatisticamente significativa, pelo que não encontrámos evidência capaz de suportar a hipótese de que existe uma relação directa entre a magnitude da variação dos dividendos e a respectiva reacção de mercado (H<sub>2</sub>).

O Painel B apresenta os resultados referentes à amostra francesa.

$BHAR = \alpha + \beta_1 \times AD + \beta_2 \times DD + \beta_5 \times impostos$			
Painel B: França			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,00805*** (0,00210)	0,00726*** (0,00223)	0,00782*** (0,00225)
AD	-0,00153 (0,00300)	-0,000458 (0,00335)	-0,00153 (0,00301)
DD	0,0022 (-0,00446)	0,00569 (-0,00489)	0,00293 (-0,00446)
Impostos	-5,39E-05 (-0,00014)	-0,00015 (-0,00015)	-7,61E-05 (-0,00014)
N		2.063	
Teste F	1,1067		
Hausman		2,6187	
R <sup>2</sup>	0	0,002	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Para a amostra francesa, o termo constante apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, mostrando a existência de uma relação directa entre o anúncio de dividendos constantes e a reacção do mercado. Dado que nenhum outro coeficiente apresenta valores estatisticamente significativos, podemos concluir que os resultados não permitem suportar a H<sub>2</sub>, à semelhança do que concluímos para a amostra de Portugal.

Finalmente, no Painel C, apresentamos os resultados do Reino Unido.

$BHAR = \alpha + \beta_1 \times AD + \beta_2 \times DD + \beta_5 \times impostos$			
Painel C: Reino Unido			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	0,0118*** (-0,00239)	0,0121*** (-0,00263)	0,0117*** (-0,00247)
AD	0,00139 (-0,00299)	0,000242 (-0,00347)	0,00128 (-0,00301)
DD	0,00575 (-0,00572)	0,00992 (-0,00632)	0,00638 (-0,00572)
Impostos	0,00003 (-0,00005)	0,00003 (-0,00005)	0,00004 (-0,00005)
N		3.082	
Teste F	0,8849		
Hausman		0,2272	
R <sup>2</sup>	0	0,001	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Os resultados do Reino Unido são semelhantes aos relatados para o mercado Francês, pelo que as conclusões são semelhantes.

Em jeito de resumo, e considerando os três países, podemos concluir que, considerando as variações de dividendos acima dos 10% (em termos absolutos), não encontramos evidência de suporte para a segunda hipótese formulada, ou seja, os

resultados indicam que não existe uma relação directa e significativa entre a magnitude da variação dos dividendos e a respectiva reacção de mercado.

### Resultados da terceira hipótese

Com o intuito de verificar até que ponto o anúncio de alteração dos dividendos contém informação sobre o desempenho futuro da empresa, como prevê a teoria da sinalização, analisámos a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e as alterações dos resultados futuros.

Os resultados encontram-se sumariados na Tabela 8. Sendo o MEF o modelo de dados em painel mais adequado nas três amostras, é este que iremos analisar.

O Painel A apresenta os resultados referentes à amostra portuguesa.

**Tabela 8** - Regressão das alterações dos resultados aos anúncios de dividendos

$\Delta E_{i,t} = \alpha + \beta 1 \times ADAR + \beta 2 \times ADDR + \beta 3 \times DDAR + \beta 4 \times DDDR + \beta 5 \times impostos + \beta 6 \times RCP$			
Painel A: Portugal			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	-0,00017 (-0,0205)	<b>0,000719</b> <b>(-0,0236)</b>	-0,00017 (-0,0205)
ADAR	0,0830*** (-0,0274)	<b>0,0874***</b> <b>(-0,0324)</b>	0,0830*** (-0,0274)
ADDR	-0,116*** (-0,0361)	<b>-0,118***</b> <b>(-0,0433)</b>	-0,116*** (-0,0361)
DDAR	-0,2365 (-0,3787)	<b>0,3039</b> <b>(0,4247)</b>	-0,2366 (-0,3787)
DDDR	-0,130*** (-0,0467)	<b>-0,130**</b> <b>(-0,0594)</b>	-0,130*** (-0,0467)
Impostos	-0,00037 (-0,00303)	<b>-0,00112</b> <b>(-0,0037)</b>	-0,00037 (-0,00303)
RCP	0,0589*** (-0,0184)	<b>0,0488**</b> <b>(-0,0236)</b>	0,0589*** (-0,0184)
N		125	
Teste F	0,7241		
Hausman		0,4113	
R <sup>2</sup>	0,312	<b>0,272</b>	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Neste caso, os coeficientes associados às variáveis ADAR e RCP são positivos e estatisticamente significativos, o que significa que os resultados futuros das empresas estão positivamente relacionados com a rendibilidade do capital próprio, bem como com o anúncio de aumentos de dividendos, acompanhados de aumentos dos resultados, o que é consistente com a hipótese da sinalização.

Os coeficientes das variáveis ADDR e DDDR apresentam um coeficiente negativo e

estatisticamente significativo, evidenciando que uma diminuição na variação dos resultados influencia negativamente o desempenho futuro da empresa. Estes resultados indicam a existência de um maior conteúdo informativo no anúncio dos resultados do que dos dividendos, o que vai ao encontro de conclusões obtidas em regressões anteriores, bem como de estudos prévios (DeAngelo *et al.*, 1992; Abeyratna e Power, 2002).

Os resultados obtidos permitem-nos concluir que o anúncio da variação dos dividendos e alterações nos resultados contém informação sobre o desempenho futuro da empresa, tal como prevê a teoria da sinalização. Assim, e para Portugal, encontrámos evidência capaz de suportar a terceira hipótese formulada, de que existe uma relação directa entre a variação dos dividendos e os resultados futuros da empresa.

O Painel B apresenta os resultados referentes à amostra de França.

$\Delta E_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos + \beta_6 \times RCP$			
<b>Painel B: França</b>			
<b>Coefficiente</b>	<b>PMQ</b>	<b>MEF</b>	<b>MEA</b>
<b>Constante</b>	0,0884 (-0,0569)	<b>0,0829</b> (-0,0592)	0,0884 (-0,0569)
<b>ADAR</b>	-0,0733 (-0,0842)	<b>-0,0285</b> (-0,0927)	-0,0733 (-0,0842)
<b>ADDR</b>	-0,044 (-0,126)	<b>-0,0896</b> (-0,136)	-0,044 (-0,126)
<b>DDAR</b>	-0,151 (-0,172)	<b>-0,102</b> (-0,182)	-0,151 (-0,172)
<b>DDDR</b>	-0,0948 (-0,169)	<b>-0,0326</b> (-0,182)	-0,0948 (-0,169)
<b>Impostos</b>	0,000908 (-0,00332)	<b>0,000237</b> (-0,00358)	0,000908 (-0,00332)
<b>RCP</b>	0,00023 (-0,00164)	<b>-0,0155***</b> (-0,00178)	0,00023 (-0,00164)
<b>N</b>		<b>1.511</b>	
<b>Teste F</b>	0,7599		
<b>Hausman</b>		0,5423	
<b>R<sup>2</sup></b>	0,001	0,06	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Neste caso, o coeficiente da variável RCP é estatisticamente significativo e, contrariamente ao que estávamos à espera, é negativo, pelo que existe uma relação negativa entre a rendibilidade do capital próprio e o desempenho futuro da empresa, medido através da variação dos resultados. Em relação às restantes variáveis não existe nenhuma que seja estatisticamente significativa, pelo que, para o mercado Francês, ao contrário do que aconteceu na amostra referente a Portugal, não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese de que o anúncio da alteração de dividendos contém

informação sobre o desempenho futuro da empresa (H<sub>3</sub>).

Finalmente, apresentamos os resultados da amostra do Reino Unido (Painel C).

$\Delta E_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times ADAR + \beta_2 \times ADDR + \beta_3 \times DDAR + \beta_4 \times DDDR + \beta_5 \times impostos + \beta_6 \times RCP$			
Painel C: Reino Unido			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	1,456 (-1,386)	1,058 (-1,532)	1,456 (-1,386)
ADAR	2,612 (-1,814)	1,959 (-2,109)	2,612 (-1,814)
ADDR	1,279 (-2,692)	3,627 (-3,006)	1,279 (-2,692)
DDAR	-5,628 (-3,965)	-5,061 (-4,432)	-5,628 (-3,965)
DDDR	-3,463 (-4,084)	-0,607 (-4,478)	-3,463 (-4,084)
Impostos	0,0046 (-0,0281)	0,00347 (-0,0314)	0,0046 (-0,0281)
RCP	0,662 (-0,635)	2,764*** (-0,749)	0,662 (-0,635)
N		3.001	
Teste F	1,0927		
Hausman		0,5526	
R <sup>2</sup>	0,003	0,007	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Neste caso, o coeficiente da variável RCP é estatisticamente significativo e positivo, o que significa que a rendibilidade influencia positivamente o desempenho futuro da empresa. Em relação às restantes variáveis, e tal como no mercado Francês, nenhuma delas se apresenta estatisticamente significativa, pelo que não suportamos a hipótese de que o anúncio da alteração dos dividendos contém informação sobre o desempenho futuro da empresa.

Em termos gerais, para as amostras de França e do Reino Unido os resultados não nos permitem rejeitar a hipótese nula de que o anúncio da alteração dos dividendos não contém informação sobre o desempenho futuro da empresa, pelo que não conseguimos encontrar suporte para a terceira hipótese formulada. Estes resultados são consistentes com os de DeAngelo *et al.* (1992, 1996), Benartzi *et al.* (1997) e Grullon *et al.* (2002), entre outros.

Contudo, para Portugal, encontrámos evidência de que o anúncio da variação dos dividendos e alterações dos resultados contém informação sobre o desempenho futuro da empresa, tal como prevê a teoria da sinalização, e em consonância com as conclusões de vários autores, nomeadamente, Nissim e Ziv (2001), Arnott e Asness (2003) e Dhillon *et al.* (2003).

Como podemos ver, os resultados não são consensuais, tanto no que diz respeito às

nossas amostras, como às conclusões dos outros estudos entretanto levados a cabo.

### Resultados da quarta hipótese

Por fim, tentamos identificar algumas das variáveis específicas das empresas que julgamos podem constituir factores determinantes na definição da política de dividendos das empresas, averiguando, através de um modelo de regressão, até que ponto estas são ou não significativas.

Os resultados resultantes da aplicação da regressão [9] estão apresentados na Tabela 9, respectivamente para Portugal (Painel A), França (Painel B) e Reino Unido (Painel C).

Mais uma vez, os testes F e de Hausman, indicam que o modelo mais eficiente é o MEF.

**Tabela 9** - Regressão dos factores determinantes da política de dividendos

$PayoutRatio = \alpha + \beta_1 \times RCP + \beta_2 \times RáciodeEndividamento + \beta_3 \times impostos + \beta_4 \times WorkingCapital + \beta_5 \times RLE$			
Painel A: Portugal			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	51,23*** (-9,822)	42,25** (-16,98)	47,13*** (-14,37)
RCP	-5,613 (-4,006)	-7,269** (-3,55)	-6,671** (-3,343)
Rácio de Endividamento	-17,29 (-14,52)	-0,65 (-25,47)	-9,307 (-20,34)
Impostos	-0,191 (-0,44)	-0,472 (-0,36)	-0,423 (-0,349)
Working Capital	2,60E-06 (-3,08E-06)	1,30E-06 (-3,20E-06)	1,30E-06 (-2,97E-06)
RLE	0,00003*** (-0,00001)	0,00002 (-0,00001)	0,00002* (-0,00001)
N		179	
Teste F	0,9016		
Hausman		8,5372	
R <sup>2</sup>	0,084	0,057	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

Analisando os resultados da regressão para Portugal, verificamos que a única variável específica capaz de explicar o rácio *payout* é a RCP, que apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Este resultado sugere que empresas mais rentáveis apresentam menores rácios de distribuição dos dividendos, o que, de algum modo, sugere alguma evidência da teoria da *Pecking Order* (Myers, 1984). De acordo com esta abordagem, as empresas mais rentáveis pedem menos dinheiro emprestado, pois têm maior capa-

cidade de autofinanciamento, sendo esta a fonte de financiamento preferida das empresas. Deste modo, se optam por autofinanciamento, o valor de dividendos a pagar será menor.

$PayoutRatio = \alpha + \beta_1 \times RCP + \beta_2 \times R\acute{a}ciodeEndvidamento + \beta_3 * impostos + \beta_4 * WorkingCapital + \beta_5 * RLE$			
Painel B: França			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	39,60*** (-1,631)	57,09*** (-3,324)	43,44*** (-2,365)
RCP	1,972** (-0,79)	0,737 (-0,636)	0,846 (-0,631)
Rácio de Endividamento	-11,96*** (-2,583)	-41,15*** (-5,529)	-18,06*** (-3,534)
Impostos	-0,00228 (-0,0397)	0,0141 (-0,0337)	0,0146 (-0,0325)
Working Capital	-2,66E-07 (-3,08E-07)	3,29E-07 (-4,64E-07)	2,01E-07 (-3,94E-07)
RLE	3,48e-06*** (-5,92E-07)	2,72e-06*** (-8,09E-07)	3,15e-06*** (-7,11E-07)
N		1.937	
Teste F	0,9515		
Hausman		12,1814	
R <sup>2</sup>	0,033	0,045	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.

No que diz respeito à amostra francesa, verificamos que as variáveis que apresentam coeficientes com valores estatisticamente significativos são o rácio de endividamento e o RLE, apresentando o primeiro um valor negativo, e o segundo, um valor positivo. Deste modo, os resultados sugerem que o *payout* será tanto maior quanto menor for o endividamento das empresas e quanto mais elevado for o resultado líquido.

$PayoutRatio = \alpha + \beta_1 \times RCP + \beta_2 \times R\acute{a}ciodeEndvidamento + \beta_3 * impostos + \beta_4 * WorkingCapital + \beta_5 * RLE$			
Painel C: Reino Unido			
Coefficiente	PMQ	MEF	MEA
Constante	33,91*** (-1,051)	43,22*** (-1,051)	39,10*** (-1,456)
RCP	0,180** (-0,0871)	0,116 (-0,0715)	0,128* (-0,0708)
Rácio de Endividamento	8,588*** (-1,741)	-8,157*** (-2,637)	-1,018 (-2,184)
Impostos	0,0173 (-0,0158)	-0,00197 (-0,0128)	0,00157 (-0,0127)
Working Capital	-2,21e-6*** (-4,89E-07)	1,17E-07 (-6,54E-07)	-7,07E-07 (-5,57E-07)
RLE	1,20e-06*** (-4,03E-07)	5,30E-07 (-4,88E-07)	5,90E-07 (-4,03E-07)
N		3.599	
Teste F	1,1510		
Hausman		9,3927	
R <sup>2</sup>	0,016	0,004	

**Nota:** Os valores entre parênteses correspondem ao desvio padrão; \* estatisticamente significativo a 10%; \*\* estatisticamente significativo a 5%; \*\*\* estatisticamente significativo a 1%.



Analisando o efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente para o caso do reino Unido, apenas a variável referente ao rácio de endividamento é estatisticamente significativa, evidenciando um efeito negativo na percentagem de dividendos distribuídos aos accionistas. Deste modo, e tal como verificado no mercado francês, quanto mais elevado for o endividamento, mais baixo será o valor do rácio *payout*.

Em geral, e analisando os resultados referentes às três amostras, verificamos que existem algumas variáveis capazes de influenciar o rácio de distribuição dos dividendos. Contudo, não podemos generalizar as nossas conclusões, pois as variáveis são distintas, consoante a amostra analisada, e o número de variáveis significativas é diminuto em cada uma delas. Apenas para o caso do mercado francês e do mercado do Reino Unido podemos concluir que as empresas que apresentam um rácio *payout* mais elevado são aquelas que têm menores níveis de endividamento.

Deste modo, podemos concluir que encontramos apenas fraca evidência para a última hipótese formulada ( $H_4$ ), de que existem variáveis específicas das empresas que influenciam o pagamento de dividendos.

## 5. Conclusões

Este trabalho tem por objectivo analisar o impacto do anúncio da variação de dividendos no preço das respectivas acções, bem como nos resultados futuros das empresas. Adicionalmente, visa analisar até que ponto determinadas variáveis específicas das empresas são determinantes para o pagamento de dividendos. Para tal, analisamos três países europeus: Portugal, França e o Reino Unido.

Começámos por uma abordagem teórica, analisando os vários factores que contribuem para uma política de dividendos elevada ou reduzida, como sejam os impostos, a incerteza e a assimetria de informação. De entre os vários factores estudados, analisámos com mais pormenor aquele que está mais de perto relacionado com o objecto deste estudo, ou seja, a hipótese da sinalização. À luz desta abordagem, os dividendos, quando anunciados, transmitem informações relevantes ao mercado, actuando este em consonância com o tipo de notícia transmitida.

Verificámos, contudo, que para todos os factores mencionados, as conclusões dos estudos empíricos realizados não reúnem consenso, existindo autores que encontraram evidência de suporte para uma determinada teoria ou abordagem, e outros que não encontram suporte para a mesma.

Na abordagem empírica, aplicámos a nossa metodologia, baseada em dados de painel, a três amostras de países europeus, analisando o período compreendido entre 2004 e 2010.

Ao testar a estabilidade da política de dividendos dos diferentes países europeus da nossa amostra, encontrámos evidência capaz de suportar o modelo de Lintner (1956) para as amostras de Portugal e do Reino Unido, sugerindo que as empresas destes países apresentam uma política de dividendos estável, o que vai ao encontro dos resultados de Archbold e Vieira (2011). No que diz respeito à amostra francesa, os resultados evidenciam que as empresas não mantêm uma política de dividendos estável, o que sugere que neste país, a política de dividendos não é um meio importante de sinalização (Goergen *et al.*, 2005).

De seguida, analisámos a relação entre o anúncio da variação de dividendos e a respectiva reacção do mercado, não encontrando evidência de que o anúncio de alteração dos dividendos afecte o preço das acções. Consequentemente, não suportamos a primeira hipótese por nós formulada no âmbito da hipótese do conteúdo informativo dos dividendos. As nossas conclusões são consistentes com vários estudos entretanto levados a

cabo, como sejam os de Benartzi *et al.* (1997), Goergen *et al.* (2005), Pan (2006), Denis e Osobov (2008), Hussainey e Aal-Eisa (2009) e Ali (2010).

Considerando as variações de dividendos acima dos 10% (em termos absolutos), não encontramos igualmente evidência de suporte para a segunda hipótese formulada, ou seja, os resultados indicam que não existe uma relação directa e significativa entre a magnitude da variação dos dividendos e a respectiva reacção de mercado.

Posteriormente, analisámos a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho futuro das empresas, medido através da variação dos resultados, encontrando evidência deste efeito apenas para a amostra de Portugal, o que é consistente com os resultados de Nissim e Ziv (2001), Arnott e Asness (2003) e Dhillon *et al.* (2003), entre outros. Contudo, existem estudos que, tal como nós (para as amostras de França e do Reino Unido), não rejeitaram a hipótese nula de que o anúncio da alteração dos dividendos não contém informação sobre o desempenho futuro da empresa, como sejam os trabalhos de DeAngelo *et al.* (1992, 1996), Benartzi *et al.* (1997) e Grullon *et al.* (2002).

Finalmente, fomos analisar os factores determinantes da política de dividendos das empresas. De entre as variáveis analisadas, pois elas não são exaustivas, verificamos que existem algumas variáveis capazes de influenciar o rácio de distribuição dos dividendos, como sejam o resultado líquido, a rendibilidade do capital próprio e o endividamento.

Contudo, não podemos generalizar as nossas conclusões, pois as variáveis são distintas, consoante a amostra analisada, e o número de variáveis significativas é diminuto em cada uma delas. Para duas das amostras (França e Reino Unido) podemos concluir que as empresas que apresentam um rácio *payout* mais elevado são aquelas que têm menores níveis de endividamento.

Deste modo, podemos concluir que encontrámos apenas fraca evidência para a hipótese de que existem variáveis específicas das empresas que influenciam o pagamento de dividendos.

Considerando a evidência de que os resultados dos inúmeros estudos empíricos levados a cabo nas últimas décadas acerca da temática da política de dividendos não são consensuais, julgamos que a investigação nesta área permanece longe de estar esgotada.

## **Bibliografia**

- Abeyratna, G. e Power, D.**, 2002, "The Post-announcement Performance of Dividend-changing Companies: The Dividend-signalling Hypothesis Revisited", *Accounting and Finance*, Vol. 42, pp. 131-151.
- Aharony, J. e Swary, I.**, 1980, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 35, N.º 1, pp. 1-12.
- Aivazian, V., Booth, L. e Cleary, S.**, 2003, "Dividend Policy and the Organization of Capital Markets", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 13, N.º 2, pp. 101-121.
- Ali, M.**, 2010, "Effect of Dividend on Stock Price in Emerging Stock Market: A Study on the Listed Private Commercial Banks in DSE", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, N.º 4, pp. 52-64.
- Ambarish, R., John, K. e Williams, J.**, 1987, "Efficient signalling with dividends and investments", *Journal of Finance*, Vol. 42, N.º 2, pp. 321-343.
- Archbold, S. e Vieira, E.**, 2010, "Corporate Dividend Policies in Bank-based and Market-based Systems: Survey evidence from UK and Portugal", *Portuguese Journal of Management Studies*, Vol. XV, N.º 1, pp. 35-63.
- Arnott, R. e Asness, C.**, 2003, "Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth", *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, N.º 1, pp. 70-87.
- Asquith, O. e Mullins, D.**, 1983, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth", *Journal of Business*, Vol. 56, N.º 1, pp. 77-96.
- Baker, M. e Wurgler, J.**, 2004, "A Catering Theory of Dividend", *The Journal of Finance*, Vol. 59, N.º 3, pp. 1125-1165.
- Bhattacharya, S.**, 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, N.º 1, pp. 259-270.
- Benartzi, S., Michaely, R. e Thaler, R.**, 1997, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", *The Journal of Finance*, Vol. 52, N.º 3, pp. 1007-1034.
- Benzinho, J.**, 2004, "The Dividend Policy of the Portuguese Corporations: Evidence from Euronext Lisbon", Working Paper. Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=609461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=609461).
- Black, F. e Scholes, M.**, 1974, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, N.º 1, pp. 1-22.

**Black, F.**, 1976, “The Dividend Puzzle”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, N.º 2, pp. 5-8.

**Borges, M.**, 2002, “Clientele effects in dividend distributions – the Portuguese case”, Working Paper. <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/borges.pdf>.

**Borokhovich, K., Brunarski, K., Harman, Y. e Kehr, J.**, 2004, “Dividends, Firm Value and Agency Costs”, Meeting of the Financial Management Association, New Orleans, LA.

**Brav, A., Graham, J., Harvey, C. e Michaely, R.**, 2005, “Payout policy in the 21th Century”, *Journal of the Financial Economics*, Vol. 12, N.º 3, pp. 483–527.

**Brav, A., Graham, J., Harvey, C. e Michaely, R.**, 2008, “Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut”, *Journal of the Financial Management Association International*, Vol. 37, N.º4, pp. 611–624.

**Brennan, M.**, 1970, “Taxes, Market Valuation and Financial Policy”, *National Tax Journal*, Vol. 23, N.º 4, pp. 417-429.

**Cohen, G. e Yagil, J.**, 2006, “A Multinational Study of Agency Costs of Dividends”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 6, pp. 178-183.

**Copeland, Thomas e Weston, J.**, 1992, “Financial Theory and Corporate Policy”, Addison-Wesley Publishing Company, 3.ª Edição.

**DeAngelo, H., DeAngelo, L. e Skinner, D.**, 1992, “Dividends and Losses”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, N.º 5, pp.1837-1863.

**DeAngelo, H., DeAngelo, L. e Skinner, D.**, 1996, “Reversal of Fortune: Dividend Signalling and Disappearance of Sustained Earnings Growth”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, N.º 3, pp. 341-371.

**DeAngelo, H., DeAngelo, L. e Skinner, D.**, 2000, “Special dividends and the evolution of dividend signaling”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 309-354.

**Denis, D. J. e Osobov, I.**, 2008, “Why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 62-82.

**Dewenter, K. e Warther, V.**, 1998, “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, N.º 3, pp. 879-904.

**Dhillon, U., Raman, K. e Ramírez, G.**, 2003, “Analyst’s Dividend Forecasts and Dividend Signalling”, Working Paper. Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=420782](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420782).

**Easterbrook, F.**, 1984, “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *The American Economic Review*, Vol. 74, N.º 4, pp. 650-659.

**Eije, V. H., Megginson, W. L.**, 2008, “Dividends and share repurchases in the European Union”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 347-374.

**Elton, E. e Gruber, M.**, 1970, “Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, N.º 1, pp. 68-74.

**Fama, E. e Babiak, H.**, 1968, “Dividend policy: an empirical analysis”, *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63, N.º 324, pp. 1132-1161.

**Fama, E. e French, K.**, 1998, “Taxes, Financing Decisions, and Firm Value”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, N.º 3, pp. 819-843.

**Fama, E., French, K.**, 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, N.º 1, pp. 3-43.

**Farrar, D. e Selwyn, L.**, 1967, “Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors”, *National Tax Journal*, Vol. 20, pp. 443 - 454.

**Fernandez, G. e Larran, M.**, 1999, “La Relevância de los dividendos para explicar el valor de mercado de las acciones”, Working Paper. Available at: <http://biblioteca.uca.es/sbuca/bibcsoc/doctrab/ful99-1.pdf>.

**Goergen, M., Renneboog, L. e Silva, L.**, 2005, “When do German Firms Change their Dividends?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, N.º 2, pp. 375-399.

**Gordon, M.**, 1961, “The Investment, Financing and Valuation of the Corporation”, Burr Ridge, III: Richard D. Irwin, In Ross, S. A., Westerfield, R. W. e Jordan, B. D., (1998), “Fundamentals of Corporate Finance”, McGraw-Hill Companies, Inc., 4th Edition.

**Gordon, M.**, 1963, “Optimal Investment and Financing Policy”, *Journal of Finance*, Vol.18, N.º 2, pp. 264-272.

**Grullon, G. e Michaely, R.**, 2002. Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis, *The Journal of Finance*, Vol. 57, N.º 4, pp. 1649-1684.

**Grullon, G., Michaely, R. e Swaminathan, B.**, 2002, “Are Dividends Changes a Sign of Firm Maturity?”, *The Journal of Business*, Vol. 75, N.º 3, pp. 387-424.

**Hanlon, M., Myers, J. e Shevlin, T.**, 2006, “The Information Content of Dividends: Do Dividends Provide Information about Future Earnings?”, Working Paper. Available at: <http://www.hbs.edu/units/am/pdf/michellehanlon.pdf>.

**Hausman, J.**, 1978, “Specification Tests in Econometrics”, *Econometrica*, Vol. 46, N.º 6,

pp. 1251-1271.

**Healy, J., Hathorn, J. e Kirch, D.**, 1997, “Earnings and the Differential Information Content of Initial Dividend Announcements”, *Accounting Enquiries*, Vol. 6, N.º 2, pp. 187-220.

**Hodgkinson, L.**, 2002, “Tax Costs and Signaling Benefits: the Impact of Surplus ACT”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, pp. 411-428.

**Howatt, B., Zuber, R., Gandar, J. e Lamb, R.**, 2009, “Dividends, earnings volatility and information”, *Applied Financial Economics*, Vol. 19, N.º 7, pp. 551-562.

**Howe, J. e Shen, Y.**, 1998, “Information Associated with Dividend Initiations: Firm-Specific or Industry-Wide?”, *Financial Management*, Vol. 27, N.º 3, pp. 17-26.

**Hussainey, K. e Aal-Eisa, J.**, 2009, “Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines”, *Managerial Finance*, Vol. 24, N.º 5, pp. 445 – 454.

**Jensen, M.**, 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, N.º 2, pp. 323-363.

**John, K. e Williams, J.**, 1985, “Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, N.º 4, pp. 1053-1070.

**Kalay, A.**, 1982, “The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the clientele effect”, *The Journal of Finance*, Vol. 37, N.º 4, pp. 1059-1070.

**Kalay, A. e Michaely, R.**, 2000, “Dividend and Taxes: a Re-Examination”, *Financial Management*, Vol. 29, N.º 2, pp. 55-75.

**Kwan, C.**, 1981, “Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 16, N.º 2, pp. 193-206.

**Lang, L. e Litzenberger, R.**, 1989, “Dividend Announcements: Cash Flow Signaling versus Free Cash Flow Hypothesis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, N.º 1, pp. 181-191.

**La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R.**, 2000, “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 55, N.º 1, pp. 1-33.

**Lintner, J.**, 1956, “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes”, *The American Economic Review*, Vol. 46, N.º 2, pp. 97-113.

**Lintner, John**, 1962, “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, N.º 3, pp. 239-269.

**Litzenberger, R. e Ramaswamy, K.**, 1979, “The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence” *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, N.º 2, pp. 163-195.

**Lonkani, R. e Ratchusanti, S.**, 2007, “Complete Dividend Signal”, Working Paper. Available at: [http://www.melbournecentre.com.au/Finsia\\_MCFS/2007/Ravi\\_Lonkani.pdf](http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf).

**Manos, R.**, 2002, “Dividend policy and agency theory: evidence on Indian firms”, Finance and Development Research Programme Working Papers Series. Available at: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN014788.pdf>.

**Miller, M. e Modigliani, F.**, 1961, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *The Journal of Business*, Vol. 34, N.º 4, pp. 411-433.

**Miller, M. e Modigliani, F.**, 1963, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *American Economic Review*, Vol. 53, N.º 3, pp. 433-444.

**Miller, M. e Rock, K.**, 1985, “Dividend Policy under Asymmetric Information”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, N.º 4, pp. 1031-1051.

**Miller, M. e Scholes, M.** 1978, “Dividends and Taxes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, N.º 4, pp. 333-364.

**Myers, S.** 1984, “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. 12, N.º 3, pp. 575-592.

**Nitta, K.**, 2006, “Does Dividend Policy Enhance Shareholder Value?”, *Financial Research Group- NLI Research*, pp. 1-7.

**Nissim, D. e Ziv, A.**, 2001, “Dividend Changes and Future Profitability”, *The Journal of Finance*, Vol. 56, N.º 6, pp. 2111-2133.

**Omet, G.**, 2004, “Dividend Policy Behaviour in the Jordanian Capital Market”, *International Journal of Business*, Vol. 9, N.º 3, pp. 287-299.

**Pacheco, L.**, 1999, “Política de Dividendos o estado da arte”, *Revista de Contabilidade e Comércio*, Vol. 56, N.º 222, pp. 211-268.

**Pan, C.**, 2006, “Why Are Firms with Entrenched Managers More Likely to Pay Dividends”, Working Paper. Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=905816](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=905816).

**Petit, R.**, 1972, “Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency”, *Journal of Finance*, Vol. 27, N.º 5, pp. 993-1007.

**Pettit, R.**, 1977, “Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends”, *Journal of*



*Financial Economics*, Vol. 5, N.º 3, pp. 419-436.

**Perez-Gonzalez**, F., 2003, “Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms”, Working paper. Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=337640](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=337640).

**Raaballe**, J. e **Bechmann**, K., 2002, “A piece to the dividend puzzle”, Working Paper Series N.º 139.

**Ribeiro**, A., 2010, “Determinantes da política de Dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon”, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Vol.9, N.º 1-2, pp. 15-25.

**Ross**, A. e **Westerfield**, W., 1999, “Corporate Finance”, McGraw Hill, 5ªEdição.

**Rozeff**, M. 1982, “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, Vol. 5, N.º 3, pp. 249-259.

**Sant**, R. e **Cowan**, A., 1994, “Do Dividends Signal Earnings? The Case of Omitted Dividends”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, N.º 6, pp. 1113-1133.

**Seida**, J., 2001, “Evidence of Tax-Clientele-Related Trading Following Dividend Increases”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.5, N.º 3, pp. 317-344.

**Shefrin**, H. e **Statman**, M., 1984, “How not to make money in the stock market”, *Psychology Today*, Vol. 20, N.º 2, pp. 52-57.

**Vieira**, E., 2011, “Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence”, *Managerial Finance*, Vol. 37, N.º 12, p. 1213-1245.

**Vieira**, E. e **Raposo**, C., 2007, “Signaling with dividends? The signaling effects of dividend change announcements: New evidence from Europe”, Working Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=955768>.

**Watts**, R., 1973, “The Information Content of Dividends”, *The Journal of Business*, Vol. 46, N.º 2, pp. 191-211.

**White**, H., 1980, “A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity”, *Econometrica*, Vol. 48, N.º 4, pp. 817-838.

**Yilmaz**, A. e **Selcuk**, E., 2010, “Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, N.º 3, pp. 126-132.